

Asset Allocation

Ho già provato in passato ad affrontare il tema della cosiddetta “montagna di liquidità” disponibile sul/per il mercato. La prima osservazione che mi viene è che per imprese e privati tutta questa abbondanza di liquidità non c’è. Soprattutto relativamente al valore degli asset, e dunque non la vedo come molla capace di spingere più in alto i prezzi degli asset finanziari. Eppure la Fed, il Dipartimento del Tesoro e il Governo questa enorme montagna di liquidità sul mercato l'hanno immessa.

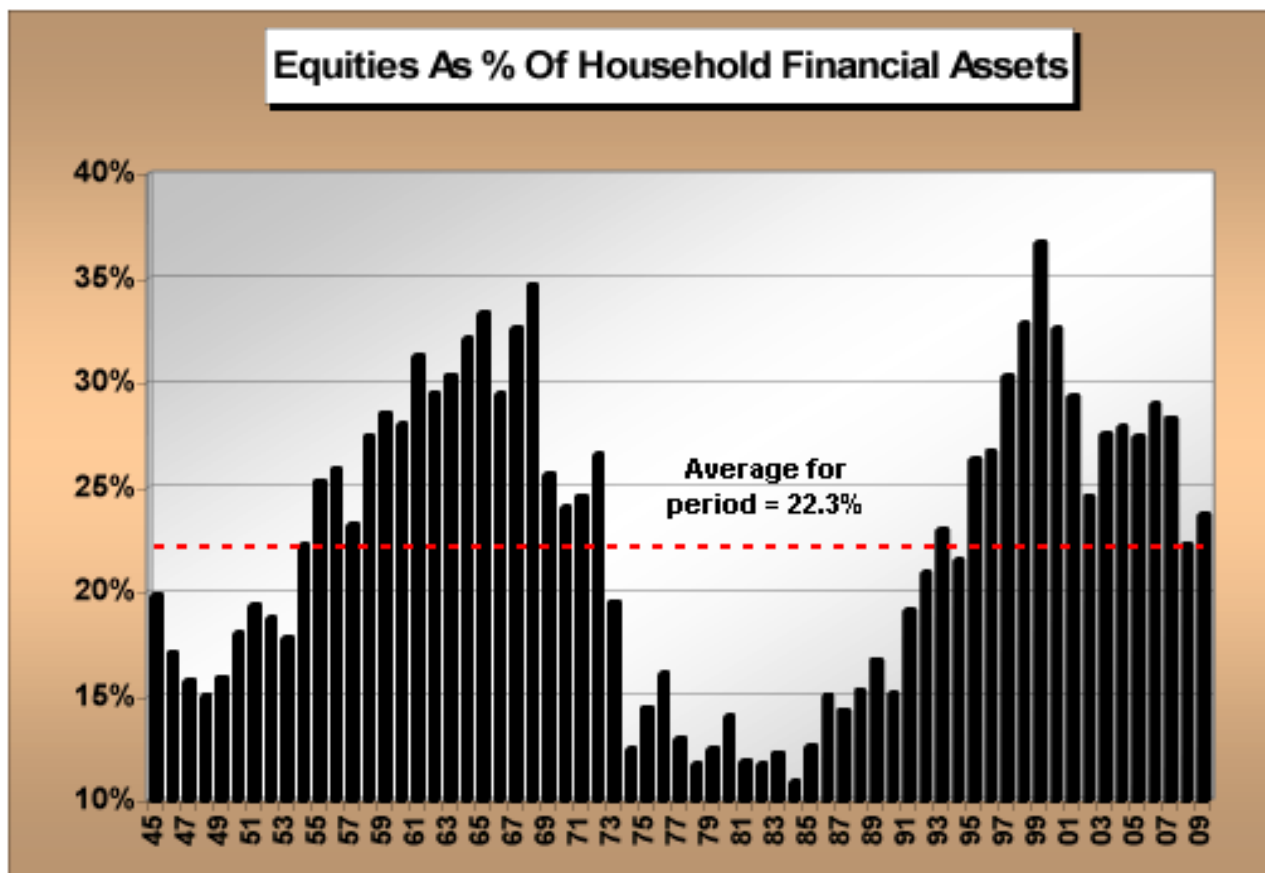
Ora il problema è: dopo aver fornito il cuscino della liquidità di fronte alla crisi e poi ad ogni segnale di problemi, come puoi continuare a farlo anche con tassi di interesse crescenti, senza rischiare di far contrarre i valori di mercato insieme alla liquidità? Solo il prospettare l’“exit strategy” (ovvero l’inizio di processo di riassorbimento dell’esposizione pubblica a sostegno dell’economia) è già motivo di storno sui mercati, quando le banche centrali inizieranno a farlo preparatevi a sentire lamentele da parte delle banche commerciali che sosterranno che il mondo va a rotoli o che sta proprio finendo. Sarà affascinante vedere la Fed mettere fine al giochino del denaro gratis, ma questa è la storia di “domani”. La sola realtà, purtroppo, è che quando tutto questo avverrà non ci sarà nessuna “montagna di liquidità” in mano ai privati o alle imprese per bilanciare la situazione.

Ad ogni modo, visti i tumultuosi eventi di cui siamo stati testimoni, penso sia venuto il momento di fare un check-up dell’asset allocation dei soggetti più significativi che operano sul mercato USA: i cittadini, le imprese, e gli investitori internazionali. In termini percentuali di asset finanziari, come sono posizionati su bond ed equity rispetto ai livelli medi storici? C’è spazio per un incremento di posizioni azionarie con quel poco di liquidità che hanno?

Questi ragionamenti non cambieranno il mercato domani, ma guardando i trend di lungo periodo ed il ritmo dei dati, credo che una serie di importanti messaggi emergano.

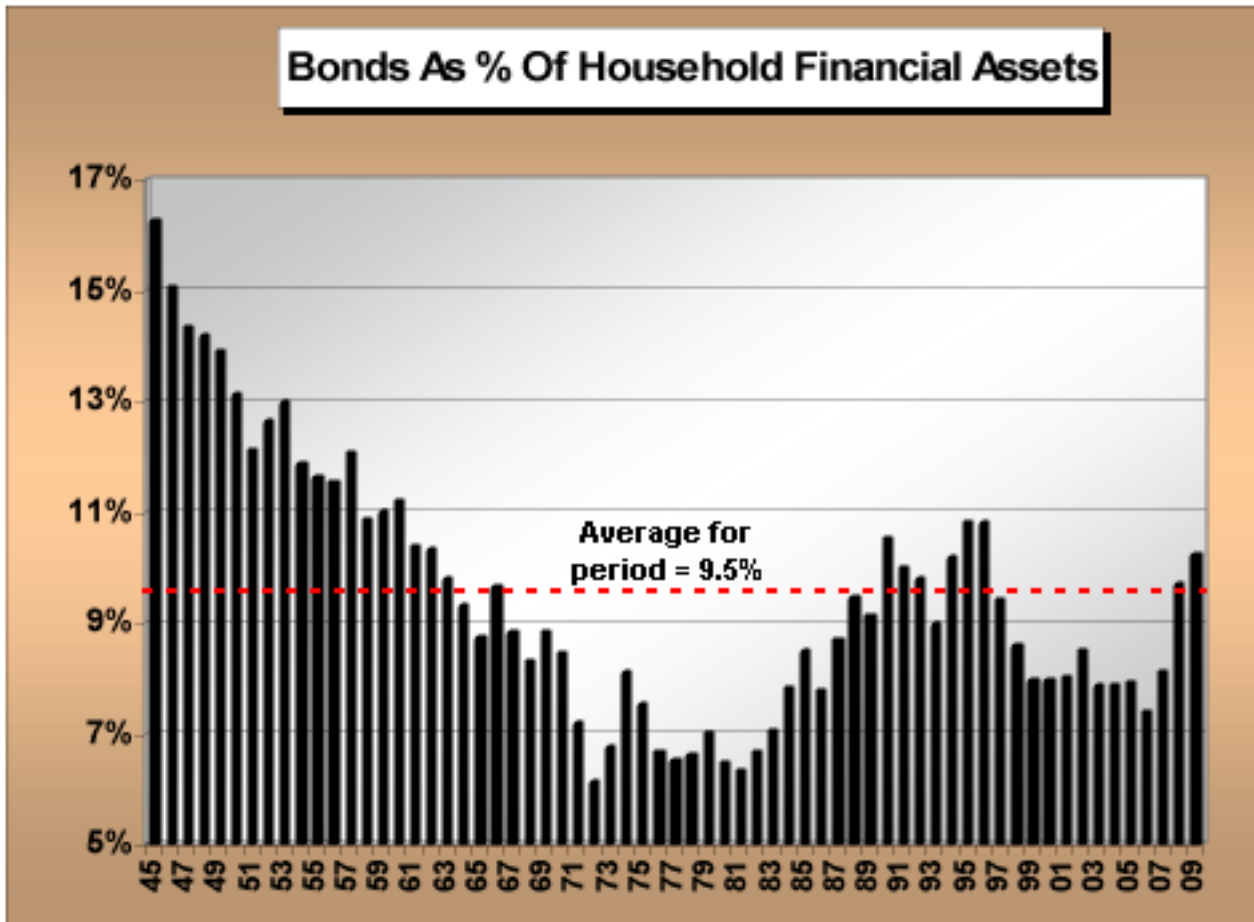
I CITTADINI CONSUMATORI

Alla fine del secondo trimestre di quest’anno, l’asset allocation dedicata all’equity da parte dei cittadini consumatori staziona al 23,6%. Appena sopra la media storica degli ultimi 65 anni, pari a 22,3%.



Si vede chiaramente l'andamento largamente altalenante di lungo termine e purtroppo questo genere di cambiamenti arrivano nel più duro dei modi: una discesa dei valori azionari. La quint'essenza del ciclo di paura e avidità che suona in modo armonioso oscillando all'interno dei trend secolari tra valori vicino a 10 e valori vicino a 30. La DOMANDA, guardando avanti, è se mai gli attuali mercati azionari in crescita possano invogliare i cittadini-consumatori a "saltare sul treno" dell'equity e indurli ad aumentare la loro allocation. Al momento, guardando il grafico, questo non sta affatto succedendo. Piuttosto il contrario, vista la rivalutazione degli asset finanziari. In effetti è piuttosto inusuale che un'inversione di tendenza si arresti sulla media e si contro-inverta. Sembra che occorra una significativa debolezza dei mercati azionari dai valori attuali per indurre i cittadini ad incrementare le azioni nei loro portafogli. Non ci resta che aspettare e vedere cosa accade. Quello che sappiamo è che i cittadini-consumatori hanno fatto recentemente è comprare obbligazioni, fondi obbligazionari e ETF su indici obbligazionari in quantità record.

Il grafico sottostante illustra la presenza di bond nei portafogli dei cittadini consumatori nel tempo. L'ironia, ovviamente, è che nei primi anni '80 quando i rendimenti dei bond erano ai massimi, di cittadini risparmiatori non si sapeva dove trovarne. Perché? Semplice, si stavano comportando in ragione di ciò che era successo, non di ciò che stava per accadere. E ora che i tassi sono sugli ultra-minimi il pubblico accumula in drammatica antitesi con ciò che fece quasi 30 anni fa.

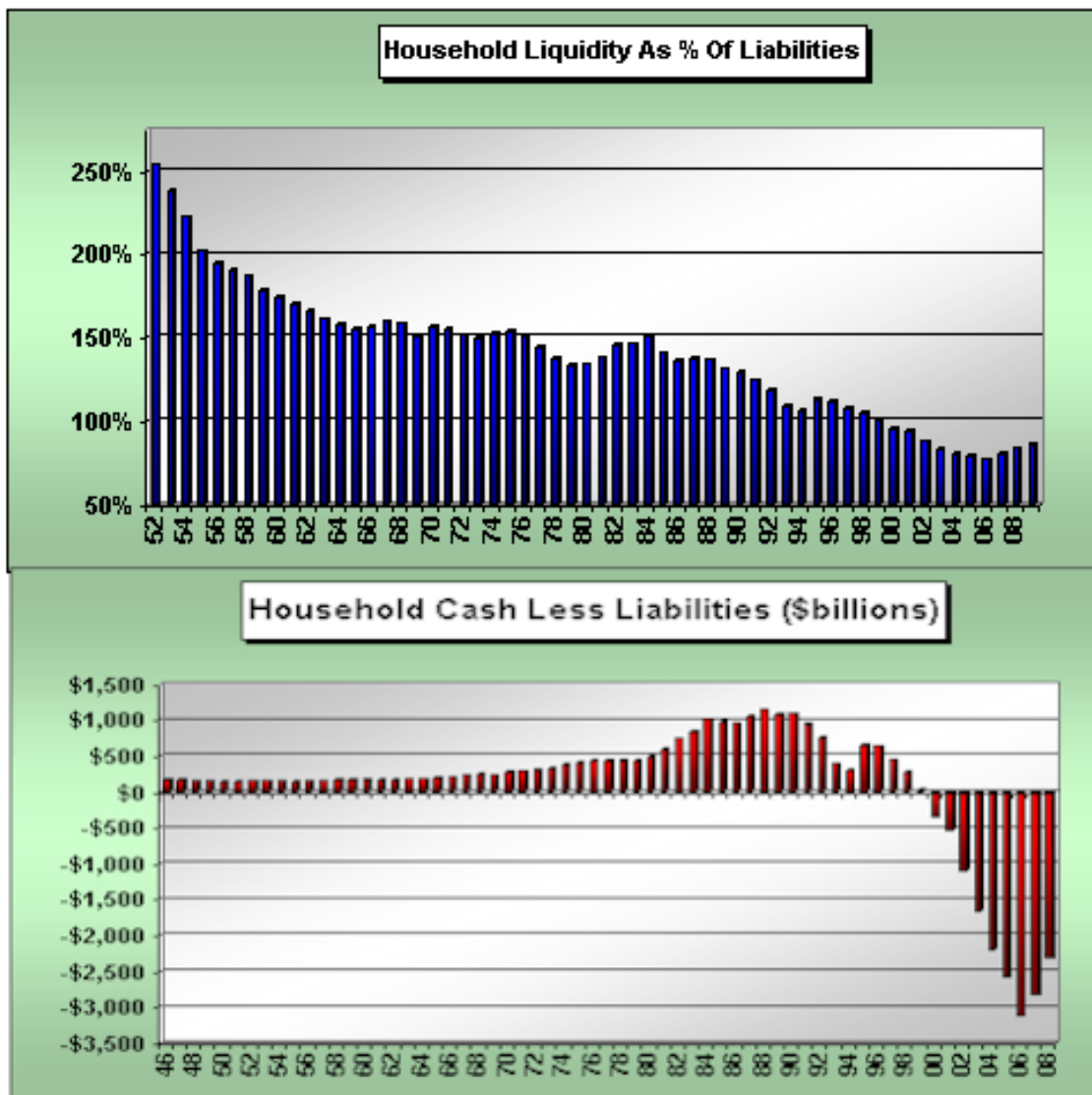


Bernanke ha reso i fondi monetari e i titoli di Stato totalmente inappetibili al pubblico, soprattutto per chi vive di cedole, attraverso rendimenti nominali irrisori, e ha di fatto spinto gli investitori verso asset rischiosi alla ricerca di qualche tipo di rendimento. Ma il sentiero che i cittadini hanno scelto quest'anno sono le obbligazioni, non le azioni. Come credete che finirà per questi investitori che comprano bond a rendimenti vicini allo zero? Sapete già la risposta, quello che non sappiamo è il timing. Su base annua a metà 2009 la proprietà di bond per i privati è aumentata del 13,4%. E che ci crediate o no, questo aumento dei bond nei portafogli dei cittadini americani è quasi interamente dovuto ad acquisti di treasury. Mi spiace sembrare pessimista, ma sul medio/lungo termine questo sembra un incidente che aspetta solo di accadere. Da quando i Treasury hanno mostrato rendimenti negativi all'inizio dell'anno, questo incremento di bond nei portafogli non può essere dovuto alla loro rivalutazione, ma al loro acquisto.

Grazie Ben, per salvare gli amici a Wall Street e le banche hai dirottato il panico sulla più grande "asset bubble" dei mercati finanziari: i titoli di Stato americani. E' un peccato che ancora manchino i dati dei flussi di fondi del terzo trimestre (saranno disponibili a giorni), perché nel terzo trimestre anche i corporate bond sono stati oggetto della caccia di rendimenti dei cittadini, quindi non solo i Treasury...

Durante il secondo trimestre di quest'anno, l'esposizione verso le azioni dei cittadini-consumatori è aumentata del 13,2%, ma come potete immaginare questo è dovuto principalmente alla rivalutazione dei mercati, infatti i dati di raccolta dei fondi azionari erano (e sono) negativi. Questi flussi negativi di raccolta nei fondi azionari dicono che i cittadini sono diventati molto avversi al rischio durante quest'anno. Non si era mai visto un rimbalzo azionario senza la partecipazione del pubblico dei piccoli risparmiatori, almeno fino ad ora...

Un ultimo dato sui cittadini-consumatori: liquidità e debiti. Saprete già che [liquidità - debiti] è sempre stato su valori negativi nell'ultimo decennio. Stiamo iniziando il cammino che riporterà il fattore in territorio positivo? E, quindi, i consumi? E di nuovo: se ci sono più debiti che liquidità, di quale "montagna" stiamo parlando?



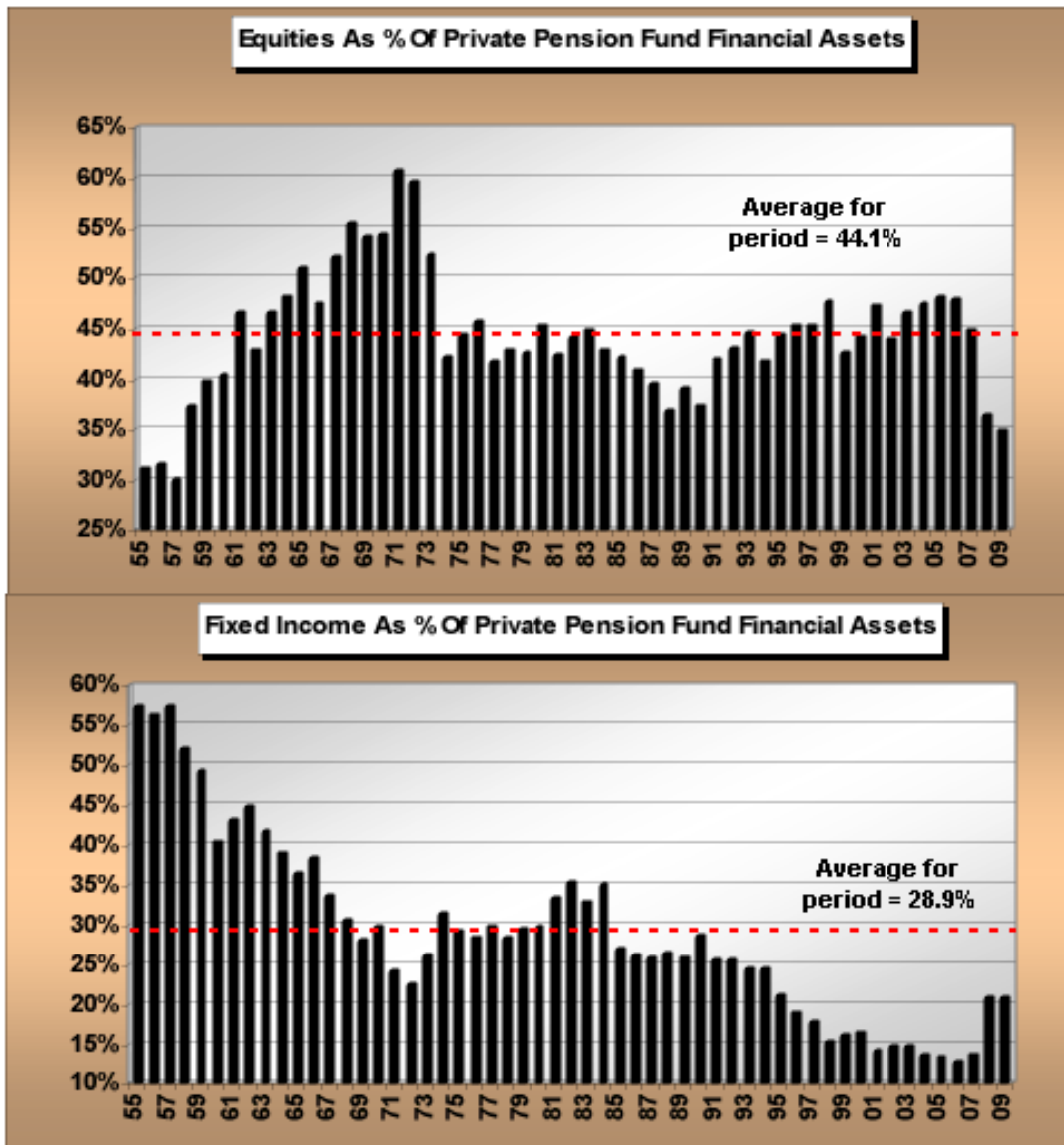
IMPRESE

Nell'ultimo anno, e ne abbiamo parlato a più riprese, le imprese hanno emesso non solo nuovo debito, ma anche nuove azioni (aumenti di capitale). Pochi hanno evidenziato che questo sia molto inusuale (emissione di debito E capitale), erano molti, molti anni che non succedeva.

La mia lettura è che le imprese stanno gestendo con molta parsimonia la loro liquidità. Non stanno spendendo se non per il capitale o per il loro business. E questo è probabilmente una buona cosa, considerando anche la questione generazionale: grosse grane pensionistiche nel prossimo futuro a causa dell'uscita massiva dei baby-boomers. Così, mentre i profitti d'impresa e gli utili sono sotto pressione, questo nuovo "costo" diventerà un'Idra da affrontare vis-à-vis. Per i fondi pensione pubblici il problema è serio visto che al momento devono far fronte a contribuzioni e raccolta fiscale in calo verticale. Avrete forse sentito che il CALPERS (California State Public Employees Retirement System) ha annunciato che entro pochi mesi dovrà provvedere a rinegoziare le pensioni che sta erogando, i cosiddetti "diritti acquisiti". Una discreta novità, voi che ne dite?

I prossimi due grafici doppi fotografano l'asset allocation destinata alle azioni dei fondi pensione privati e pubblici, espressa come percentuale del totale di asset finanziari.

Relativamente alle loro controparti i fondi pensione si sono tenuti più "leggeri" sull'azionario. Ma non dimentichiamoci che questi giganti sono stati tra i primi ad inserire negli ultimi anni private equity e hedge funds nei loro portafogli, e anche questi sono asset finanziari (lo si deduce anche dal grafico: avendo il 34% su equity e il 21% su titoli a reddito fisso, c'è da chiedersi dove sia il 45% mancante. Qualcosa sarà in liquidità, altro sarà in real estate, ma se si guarda indietro agli anni '70 azioni+obbligazioni erano pari a circa il 90%). Sicché nell'ampia gamma della voce "equity" l'esposizione reale è da considerarsi ben maggiore di quanto si vede. Ad ogni modo, stando al grafico bisogna andare indietro di quarant'anni per trovare una esposizione così bassa, anche se presumibilmente la contrazione da 45% di fine 2007 al 35% scarso attuale è dovuto alla discesa dei prezzi. E' la perdita di valore delle azioni che ha cambiato l'allocation, non i fondi pensione che attivamente hanno riallocato fuori dal comparto equity.

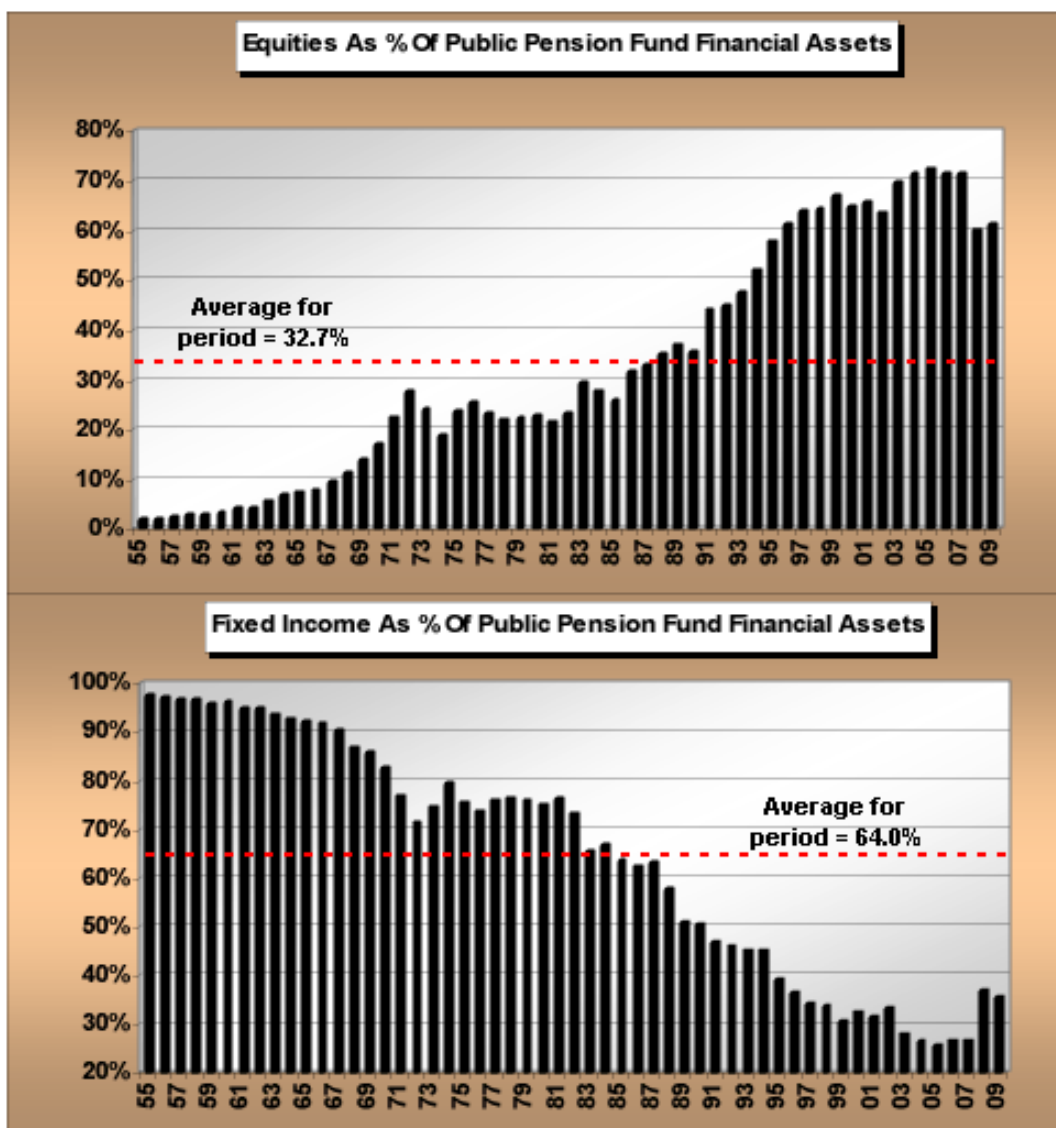


C'è dunque spazio per i fondi pensione privati di incrementare l'esposizione azionaria? Dall'esperienza di una osservazione di lungo termine, si direbbe di sì, eccome. Il problema è piuttosto quello della capacità finanziaria e dell'alimentazione di questi fondi. In un mondo dove le imprese stanno tagliando il personale e i costi, le spese addizionali devono essere ordinate per priorità. Contribuzioni addizionali ai fondi pensione per l'acquisto di azioni? Non esattamente quella che chiamasi priorità, non credete?

Nei termini del cambiamento che vediamo sull'allocation dei fondi pensione privati sul reddito fisso, il calo dei valori azionari è stata la principale spinta dell'aumento delle obbligazioni come percentuale del totale. Ma, piuttosto incredibilmente, nel dettaglio l'allocation dell'ultimo anno ha visto aumentare i Treasury del 6%, i corporate del 3%, mentre le emissioni delle agenzie governative sono rimaste flat. Sappiamo che i corporate bond sono saliti molto quest'anno, mentre i Treasury praticamente affatto. Così sembrerebbe che l'aumento di Treasury sia stata una scelta attiva (spinta dalla paura?). Quanto al futuro spazio per l'aumento di azioni nel portafoglio dobbiamo

ricordare che le pressioni per le performance di questi fondi sono notevoli e il rally continuo dell'equity potrebbe “forzare” alcuni fondi a tornare ad acquistare azioni.

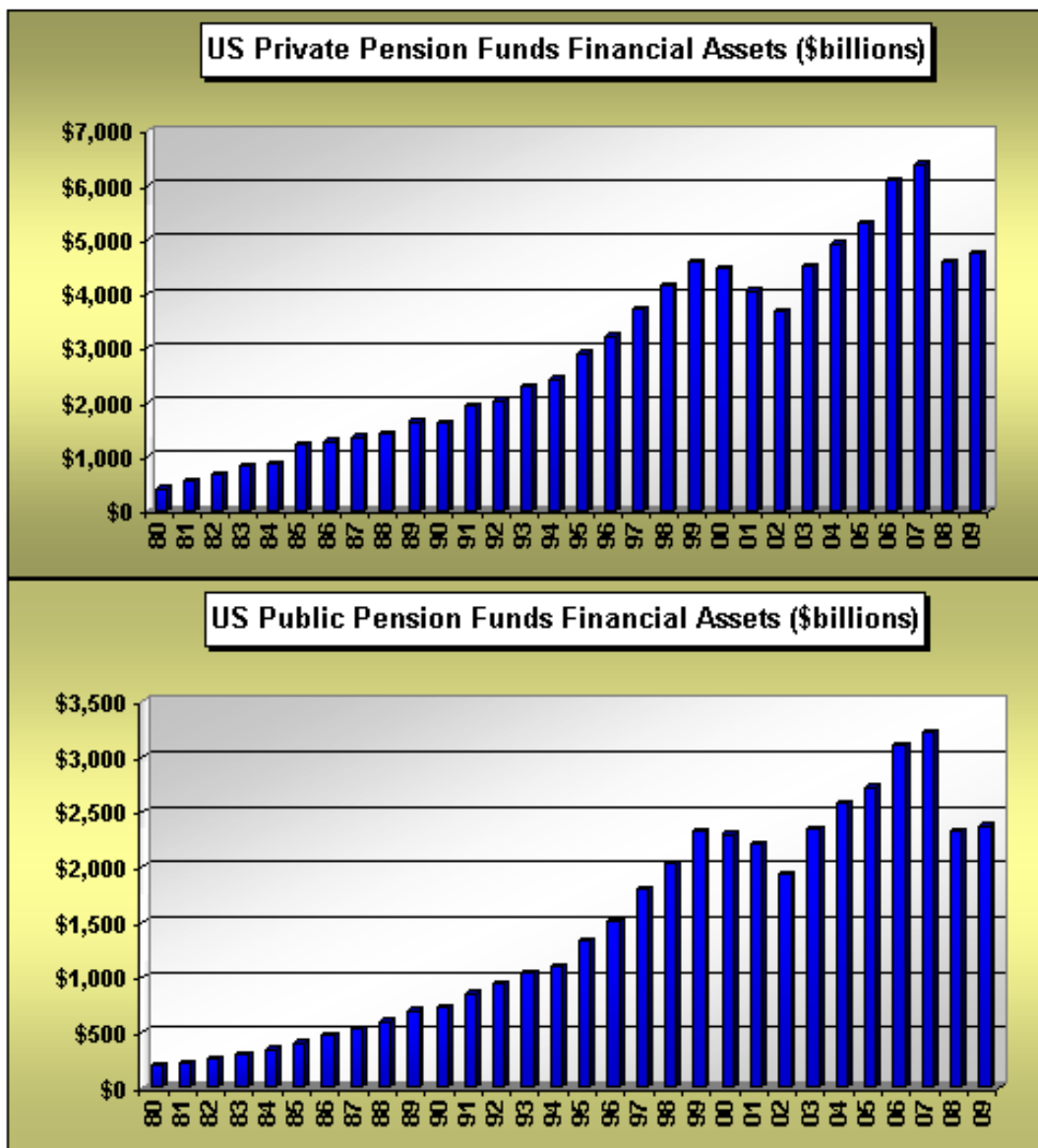
Invece per i fondi pensione pubblici l'equazione è leggermente diversa. Questi sono stati più cauti e più lenti nell'esposizione in strumenti alternativi come private equity e hedge funds. Quindi per loro azioni e obbligazioni dominano l'allocation come appare chiaro nel doppio grafico seguente. L'esposizione azionaria è pari a quella che si vedeva 15 anni fa circa. Il declino dell'esposizione in equity da fine 2007 a oggi è dunque un effetto dei prezzi piuttosto che una attiva variazione di asset allocation.



Lo stesso vale per i bond. L'aumento nel 2008 e nel 2009 di questa classe è semplicemente lo specchio del declino della quota azionaria. Di fatto l'entità nominale di “credit market instruments” è attualmente inferiore a quella di fine 2007. Senza avoler fare troppo i precisi possiamo dire che è alquanto improbabile che i flussi di cassa per questi fondi saranno così generosi (pesando entrate e uscite) da permettere di procedere ad acquisti di azioni nel futuro prossimo. Infatti Stati e municipalità sono al momento soggetti ad una fortissima pressione dovuta al minor numero di

contribuenti lavoratori e ad un numero crescente di beneficiari.

Il tema del pensionamento dei baby-boomers ritengo sia cruciale. Qui sotto c'è un aggiornamento del punto a cui sono gli strumenti privati e quelli pubblici in quanto a esposizione finanziaria. Siamo in uno stato di crescita zero delle masse nell'ultimo decennio. In altre parole, l'andamento dell'indice S&P500 determina il valore del portafoglio, visto che entrate e uscite -evidentemente- più o meno si annullano. Di certo, in questo stesso periodo, gli "impegni preventivati" di questi fondi si sono avvitati di anno in anno.. Ed ora molti di questi fondi devono far fronte a significativi cali dei valori dei loro investimenti real estate, cosa che allarga lo status di sottocapitalizzazione di questi piani pensionistici.



Mi rendo conto che tutto questo suoni drammatico, ma ho la sensazione che ad un

certo punto, i fondi pensionistici pubblici avranno bisogno di un bailout per mantenere gli impegni verso i loro iscritti. Oppure dovranno rinegoziare le pensioni, come propone il CALPERS. Date un occhio anche qui:



unretirement

Millions of retired Americans are rejoining the workforce to bolster bruised retirements. Here's what this means for job selection, Social Security, and you.

If your retirement fund took a beating over the last couple years, you may be considering at least partially returning to work. If so, you are not alone. A recent study by Charles Schwab & Co estimates that as many as 9.5 million retired Americans are thinking about returning to work at least on a part time basis.

Back To Work

If you are worried about maintaining your lifestyle, going back to work can make sense. By working you will draw less from your battered nest egg allowing you to rebuild and conserve for a time when you need it more. Unfortunately today's job market is quite poor with unemployment hovering around 9.8%, and competing against younger job seekers puts you at an additional disadvantage. However through disciplined systematic applications and being willing to accept somewhat less than your dream job, you can greatly improve your chances of getting a job.

Impact On Social Security

Returning to work will impact your Social Security earnings as well. The number of years you've worked is one factor used to calculate your social security benefits. By returning to the work force you will add more years to your Social Security record and can potentially increase your earnings. Social Security also figures your benefits from the highest earning 35 years of your life, so by returning to work you may replace lower-earning years.

Finding The Right Strategy

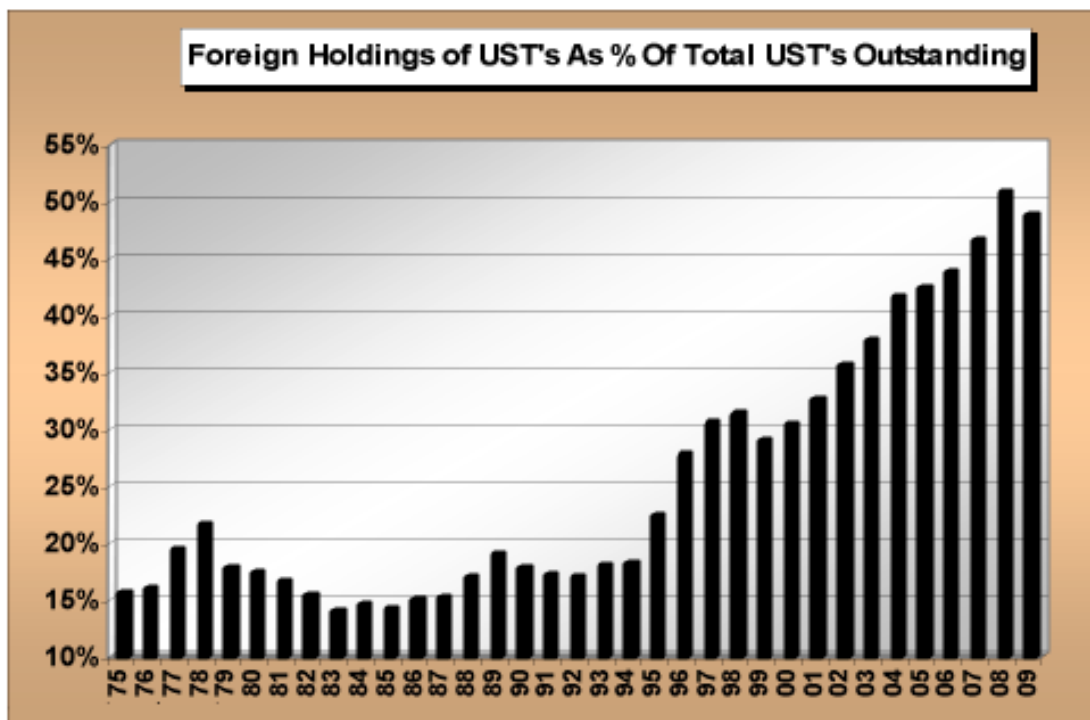
There are other issues you need to consider, including the fact that working while collecting Social Security could temporarily reduce your benefit and possibly subject it to income tax. But going back to work and delaying collecting Social Security to give yourself a bigger check for the rest of your life are two strategies certainly worth thinking about if you're looking to shore up your retirement security for the long term.

Ancora non siamo a quel punto solo perché alcuni boomers al momento stanno tentando di rimandare il momento del “retirement”, per compensare il danno che gli ultimi due anni hanno inferto ai loro accantonamenti (come da volantino soprastante).

Ma questo è uno dei principali temi del decennio che abbiamo davanti. Come vedete sono parecchie le parti in causa che necessitano di valori elevati in borsa. Dunque non c'è da stupirsi se la Fed non si mostra preoccupata dalla liquidità che ha immesso nel sistema, liquidità che si è dimostrata incapace di risolvere il problema (visto che non è riuscita a giungere nell'economia reale) per ora.

SETTORE ESTERO

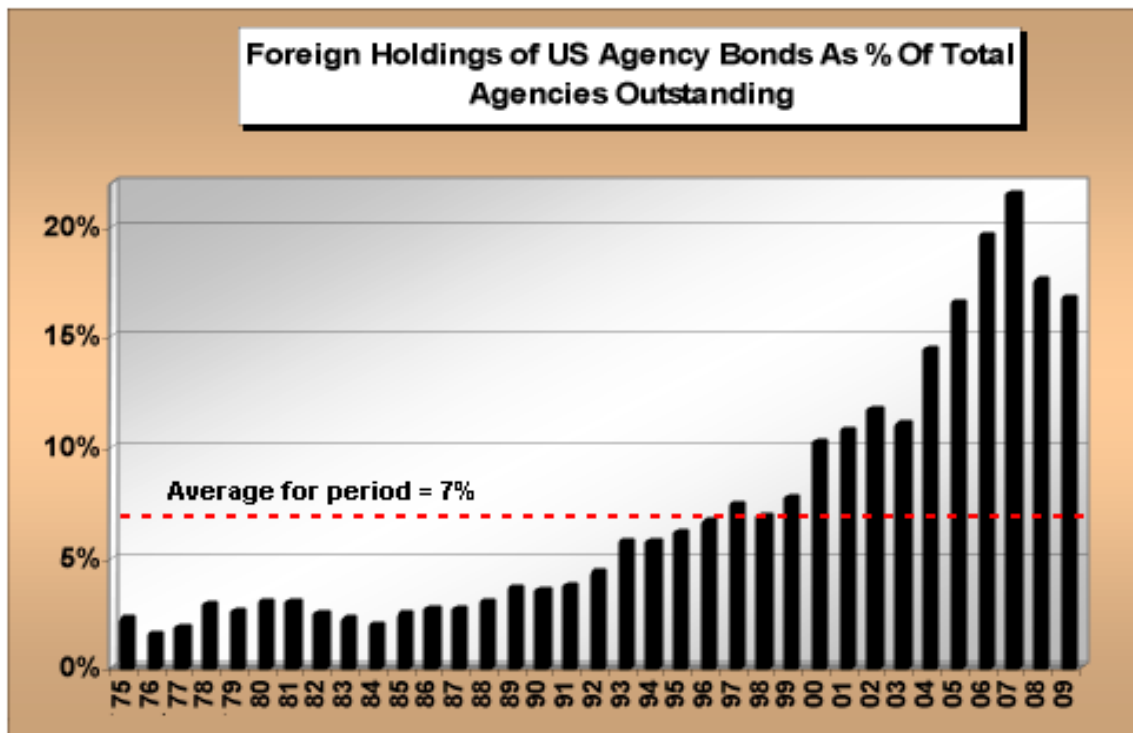
Abbiamo già altre volte parlato degli acquisti esteri sugli asset US, del fatto che sono -visti in aggregato- in declino da oltre un anno. Perché è importante? È il segno che minori capitali fluiscono negli Stati Uniti, e quei capitali sono stati una risorsa chiave nel supportare i mercati finanziari americani e l'economia reale per tutto l'ultimo decennio, e anche un pochino oltre. Nel breve questo declino di flussi esteri ha causato un piccolo impatto sui prezzi degli asset US, perché il deterioramento dei flussi esteri è stato finora mascherato da inedite elargizioni di capitali dalla Fed. Dunque il grafico che segue serve proprio a dirci quanti dei Treasury circolanti siano in mano straniera. Perché è importante? Perché ci mostra come la comunità internazionale si sta attivamente “riallocando” su altre classi di investimento. Infatti quello che vediamo qui sotto non ha niente a che vedere con la discesa dei prezzi, se non avessero attivamente venduto la percentuale detenuta sarebbe rimasta la medesima.



Il 2009 è il primo anno dal 1999 in cui si è assistito ad un declino nella proprietà estera di Treasury in percentuale di tutto il circolante. Ma se gli stranieri hanno venduto, chi ha comprato questi Treasury? Le banche, innanzitutto. I cittadini-consumatori come ho

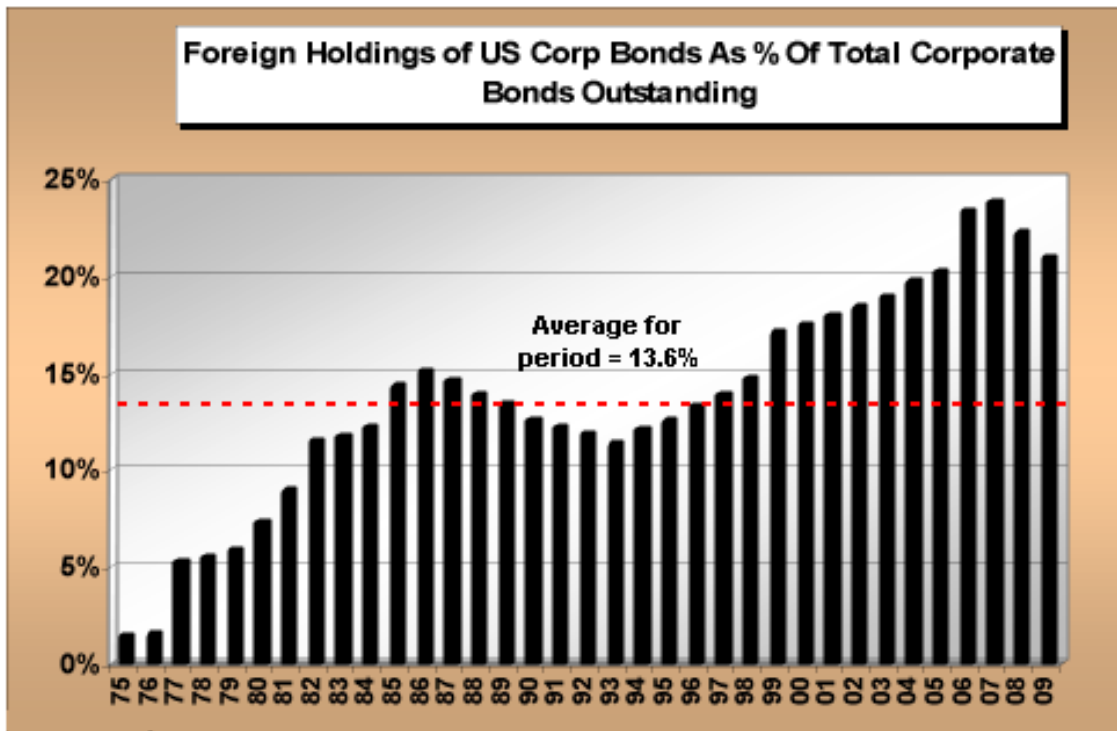
dimostrato sopra, i fondi pensione privati, e la cara vecchia Fed. Tutti questi acquirenti non hanno possibilità di sostenere acquisti in incremento per lunghi periodi, e non ci si può affidare a loro per una necessità di lungo termine.

Ragioniamo: dall'estero l'attività è stata alleggerirsi di bond governativi americani. Vediamo sulle emissioni delle Agenzie Governative (come Fannie Mae e Freddie Mac): qui la vendita va avanti da due anni e sta continuando tutt'oggi. Lo si vede chiaramente nel grafico che segue e la cosa succede nonostante le emissioni delle Agencies siano ormai di fatto dei Treasury (per via della garanzia di Stato che è stata creata a loro protezione - e che espande di fatto il debito pubblico)

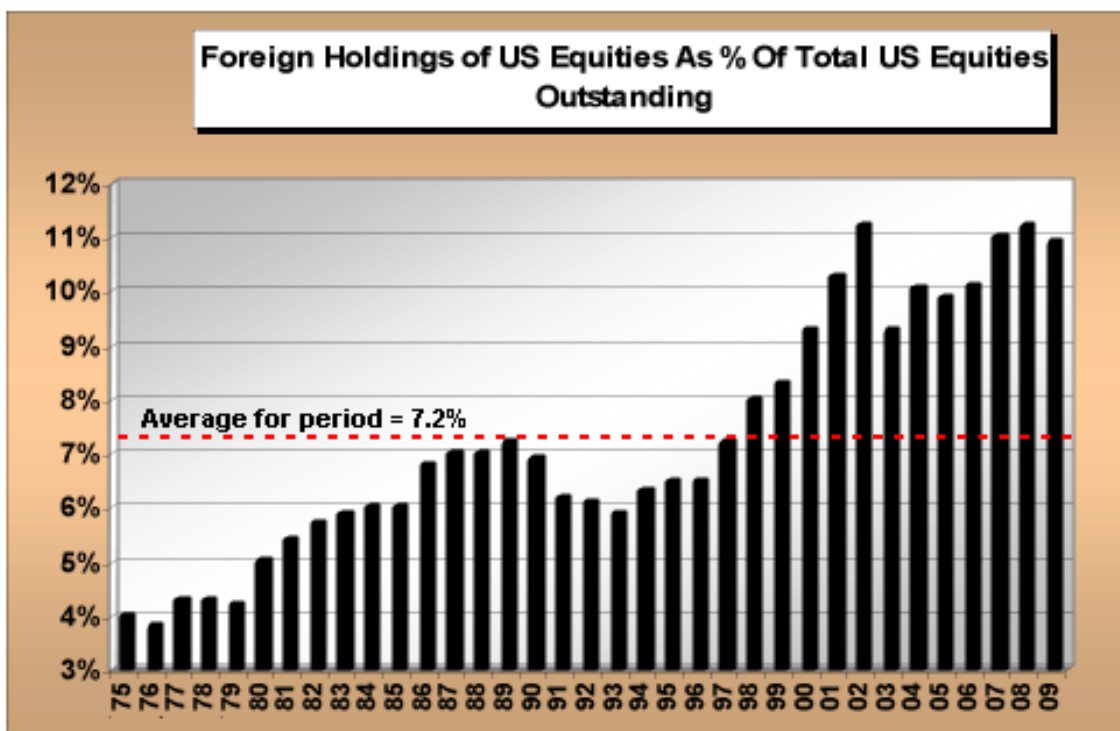


Non ha importanza che lo Stato si sia reso IL supporto di tutte le emissioni con sottostanti mutui per tutto l'anno che è trascorso. Agli attuali rendimenti non c'è alcun incentivo per gli investitori esteri nel venire ad acquistare le emissioni delle US Agencies. E questo suggerisce che il governo diverrà sempre più significativo nel supporto del mercato della carta legata ai mutui.

Sorprendentemente, gli investitori esteri sono venditori netti anche nel comparto US corporate bond negli ultimi anni. Con un po' di ironia, dall'estero non arrivano vendite sulle azioni americane, ma la vendita di debito corporate è stata violenta e consistente. E come potete vedere dal prossimo grafico questo non succedeva dai primi anni '90.



E infine le azioni. Questa è l'unica asset class che è stata di fatto mantenuta in portafoglio sugli stessi livelli dagli investitori esteri:





Riassumendo: l'acquirente chiave degli asset finanziari americani degli ultimi decenni sta "riallocando" le proprie preziose risorse verso altre opportunità e la liquidità allegramente distribuita dalla Fed nell'ultimo anno ha nascosto l'impatto sui prezzi di questo evento, ma la copertura non può continuare indefinitamente.

Cittadini e fondi pensione hanno al momento, per ragioni diverse, gravi difficoltà a reperire risorse. La quota di azioni nei loro portafogli ha subito un'inversione dai picchi verso la media. Simultaneamente su tutte le asset class, escluso l'equity, gli investitori esteri stanno liquidando progressivamente le posizioni. Lo Stato necessita di compratori per il suo enorme debito, contratto per far fronte alla crisi, e se da un lato c'è la necessità di indirizzare i capitali verso l'azionario per sostenere i mercati, dall'altro diventa sempre più importante, fino a diventare irrinunciabile, che il denaro dei cittadini e dei fondi pensione vada a comprare tutto il debito che gli stranieri stanno dismettendo.

Tutto questo evidenzia quanto la liquidità fornita e garantita dalla Fed, dal Dipartimento del Tesoro e dal Governo sia, più che importante, vitale come strumento di supporto e sostegno ai mercati. Così come il dato positivo sul PIL visto nel 3° trimestre 2009 è attribuibile al loro sforzo congiunto, giacché depurato di stimoli e incentivi fiscali il dato sarebbe stato ancora recessivo.

Non voglio giudicare se sia una cosa buona o cattiva, ma solo dimostrare oggettivamente che il contesto economico attuale ancora non può stare sulle proprie gambe, non è autosufficiente.