

L'ALPHA E IL BETA

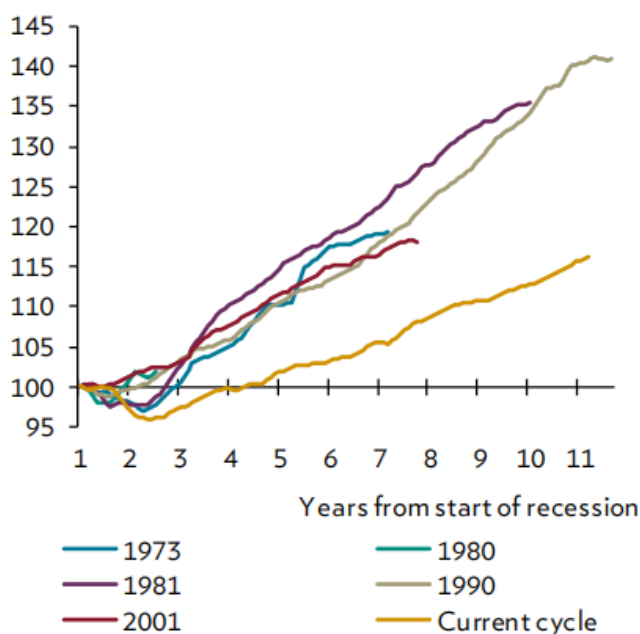
25 giugno 2018

Pazienza, Prudenza, Persistenza

Si teme l'avvio di una fase "risk-off" ma è probabilmente presto per concludere che siamo prossimi a uno scenario di divergenza globale e di un dollaro stabilmente più forte

Dunque ricapitoliamo. La media delle fasi di espansione americana nel dopoguerra è di 58,4 mesi, questo ciclo che sfida l'età, e le statistiche, si conferma ancora tonico con l'aiuto dell'integratore multivitaminico del taglio delle tasse di Trump. I recenti dati di occupazione, manifattura e vendite al dettaglio sono robusti, la Fed ha aumentato i tassi come ampiamente previsto, altri aumenti arriveranno in questo e nel prossimo anno.

Real GDP, indexed, start of recession = 100



Quello in corso è il secondo più lungo ciclo di crescita del dopoguerra. Fonte: National Bureau of Economic Research, Datastream, Julius Baer

Fuori degli Stati Uniti il quadro è più articolato, si sta smagliando la sincronia della crescita che ha caratterizzato il 2017, l'Europa sembra perdere momentum, le economie emergenti patiscono la forza del dollaro e dei tassi americani. Il punto su cui ci si interroga è se questi segni di rallentamento siano temporanei (rumori) o anticipatori di una svolta (segnali).

Le caratteristiche di questa fase avanzata del ciclo economico sono singolari, gli asset finanziari sono cresciuti a valori record, i volumi di acquisto di titoli da parte delle banche centrali sono stati senza precedenti, ci apprestiamo ad assistere al riavvolgimento del nastro, al ritiro graduale della liquidità, un Quantitative Tightening inedito come fu inedito l'Easing.

Indicatore imperfetto ma sufficientemente credibile di un cambio di marcia del ciclo economico è, tradizionalmente, la struttura per scadenze. Nella curva dei rendimenti americana una manciata di punti base (meno di 40) divide il rendimento del titolo a due anni da quello a dieci, la struttura a termine globale si è pericolosamente invertita, ovvero l'acquisto di titoli a più lunga scadenza non genera più il tradizionale premio per il rischio, barometro di un cambio della stagione economica. Ma anche il barometro va saputo leggere, l'analisi di secondo livello, più profonda, aiuta a comprendere meglio: è vero, la curva "aggregata" mostra il rendimento dei titoli a scadenza più lunga inferiore a quello dei titoli a tre anni ma le strutture a termine dei singoli paesi sono ancora inclinate positivamente, sia pure di poco.



Curve in "flattening" ma non invertite. Fonte: Bloomberg, FT

L'inversione della curva globale è dovuta al peso nell'indice dei Treasury a breve scadenza, saliti sugli aumenti della Fed e sull'aumento delle emissioni per finanziare il taglio delle tasse.

Dall'altra parte della curva ci sono i titoli governativi in euro e in yen, dai rendimenti condizionati dalle decisioni monetarie prese a Francoforte e a Tokyo, più indietro rispetto a Washington.

Fuori degli Stati Uniti ci sono, malcontati, undici trilioni di dollari, cresciuti di oltre il 5% rispetto all'anno precedente. Quando si muove la Fed nessun luogo è sicuro, dicevamo due settimane fa (L'Alpha e il Beta 11.6.2018), la politica monetaria americana batte il ritmo per tutti i mercati, condiziona l'appetito per il rischio e il livello dei prezzi degli asset più rischiosi in giro per il mondo.

"Il dollaro è la nostra valuta, ma un vostro problema" diceva il Segretario al Tesoro John Connelly a funzionari europei nell'agosto del 1971, pochi giorni dopo l'annuncio a sorpresa della sospensione degli accordi di Bretton Woods.

Acconciamoci alla maggiore volatilità e imprevedibilità del "Post-New Normal", la Fed resta la protagonista assoluta, le sue prossime mosse su tassi e bilancio saranno cruciali per l'economia mondiale e per le scelte allocative.

Da questa parte dell'Atlantico, la banca centrale europea si trova stretta tra la volontà di normalizzare la politica monetaria (e recuperare spazi di manovra per eventuali futuri momenti difficili) e la perdita di momentum dell'economia europea.

Si fanno più aggressivi i venti della guerra commerciale, nel mirino di Trump c'è Angela Merkel e l'arma saranno i dazi sulle auto, aumenta l'incertezza politica a sud delle Alpi. In Italia il rallentamento della crescita sarà insufficiente, in assenza di cambiamenti, a traguardare le stime dell'ultimo Def.

Draghi è stato un po' falco, confermando il termine del QE a fine anno (un avvertimento all'Italia?), e molto colomba, dando per la prima volta l'intorno temporale dell'aumento dei tassi, dopo l'estate 2019. Con la Fed che nel 2019 muoverà ancora i tassi verso l'alto, l'Atlantico finanziario è destinato ad ampliarsi.

Pazienza, prudenza persistenza, Draghi ha ricordato le "Tre P" già opposte nello scorso marzo ai falchi, le tre virtù alle quali si orientano le decisioni monetarie di Francoforte.

L'esercizio della pazienza lenisce l'attesa del tempo necessario perché il meccanismo di trasmissione della politica monetaria sia efficace. La normalizzazione della politica monetaria, ha sempre detto il capo della BCE, deve seguire, non precedere, il recupero della auto-sostenibilità dell'economia.

La prudenza, per Aristotele la maggiore virtù del politico, è indispensabile in un tempo segnato da così numerose fonti di incertezza, dal nervosismo della guerra commerciale all'afonia delle leadership europee. In Europa l'assenza politica lascia ancora sola la BCE nella difesa della moneta unica, nel sostegno all'unione monetaria in mezzo a tanti progetti incompiuti, ad esempio quello, fondamentale, dell'unione bancaria.

Per Aristotele la prudenza significa "deliberare bene sulle cose che sono buone e vantaggiose". Le misure non convenzionali disposte dalla BCE dal 2012 hanno avuto un successo parziale: hanno disinnescato la crisi del debito sovrano, hanno fatto ripartire l'economia ma l'inflazione è in ritardo rispetto alle stime e la stessa ripresa è ancora fragile, incapace di autosostenersi. Per questo è necessaria la persistenza, fino a quando l'attività economica condurrà l'inflazione nei dintorni dell'obiettivo di medio periodo.

L'allargarsi del differenziale dei tassi e la perdita di momentum in Europa sembrano far emergere i rischi tutti insieme, si riaffacciano i segni di una fase "risk-off". Probabilmente però, i deflussi di capitale delle scorse settimane sono più un segnale di diminuzione di entusiasmo che anticipo di una definitiva inversione di marcia. Il rischio è quello di un "momento Drogo", salire sugli spalti della fortezza Bastiani in attesa del "momento Minsky" o, come lo ha definito l'ex presidente della Fed Bernanke, il "momento Wile Coyote", quell'attimo di tempo sospeso nel vuoto prima di realizzare l'assenza del terreno sotto i piedi.

Abbiamo bisogno di ulteriori conferme prima di poter convintamente concludere che si sta affermando uno scenario di divergenza globale e di un dollaro stabilmente più forte.

Nel "Post-New Normal", come definiamo in GAM questa particolare fase, i mercati scontano un moderato rallentamento, maggiore volatilità, re-pricing delle attività rischiose ma non la recessione. Anche il prezzo dell'oro conferma che lo scenario è ancora moderatamente positivo.

Più che "cosa fare" è opportuno ricordare cosa "non fare": non lasciarsi prendere dall'ansia, non vendere posizioni rischiose in modo indiscriminato, non smettere di seguire l'evoluzione dell'economia americana e della sua valuta.

Tra le cose da fare rinnoviamo l'invito a sottoporre i portafogli, magari con l'aiuto di un esperto di fiducia, a "stress test", verificare la qualità della diversificazione soprattutto nella componente obbligazionaria. La preferenza alle economie emergenti resta confermata, non è una scelta tattica ma di lungo termine, giustificata dai buoni fondamentali, dagli effettivi progressi fatti da molti paesi sulle pubbliche finanze e sull'equilibrio con i finanziamenti esteri.

Il punto cruciale per l'investitore è nella sua disciplina, nella capacità di mantenere saldo l'orizzonte di lungo periodo, i prossimi mesi saranno turbolenti per i soliti motivi: ritiro della liquidità di dollari, biglietto verde più caro, tassi americani in aumento. Le valute emergenti continueranno a essere in tensione ma, anche in questo caso, la selezione sarà cruciale perché le vendite non sono state indiscriminate.



Fonte: Thomson Reuters Datastream, FT

Un'ultima considerazione. Negli ultimi anni la gestione attiva ha sofferto la pressione delle strategie passive, con il momento di parossismo della scommessa di Warren Buffett: nell'arco di dieci anni la performance del fondo passivo selezionato dal Saggio di Omaha ha avuto la meglio su quella dell'hedge fund concorrente. Ma in mercati che si prospettano meno liquidi, con più ampia dispersione dei rendimenti e maggiore volatilità, la selezione attiva torna a essere strumento prezioso di navigazione.

Pazienza, prudenza e persistenza non sono virtù riservate ai soli banchieri centrali.



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. 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.