

L'ALPHA E IL BETA

23 luglio 2018

Tempo di vacanze

I recenti sviluppi dello scenario economico sembrano anticipare una fase di "risk-off". E' più probabile però che si tratti di una diminuzione di entusiasmo piuttosto che di un cambio di direzione. La prudenza suggerisce di mantenere coerenza ai fondamentali, dare priorità alla preservazione del capitale, mantenere un atteggiamento di elevata flessibilità

Le vacanze sono sempre attese con l'elettrizzante impazienza di tornare in posti familiari o di scoprire posti nuovi. Si consultano siti internet e guide cartacee, si valutano itinerari, si ponderano alternative. La pianificazione delle vacanze è una cosa seria, non può certo essere lasciata al caso.

A pensarci su, se la stessa energia e lo stesso entusiasmo fossero dedicati anche alla pianificazione finanziaria familiare di lungo termine, la composizione media del risparmio degli italiani sarebbe con buona probabilità molto più efficiente. Si fanno viaggi in tutto il mondo ma gran parte del risparmio italiano non esce dai confini della Penisola o, al massimo, della zona euro. La quota complessiva investita in azioni o obbligazioni fuori dall'Europa è ancora trascurabile.

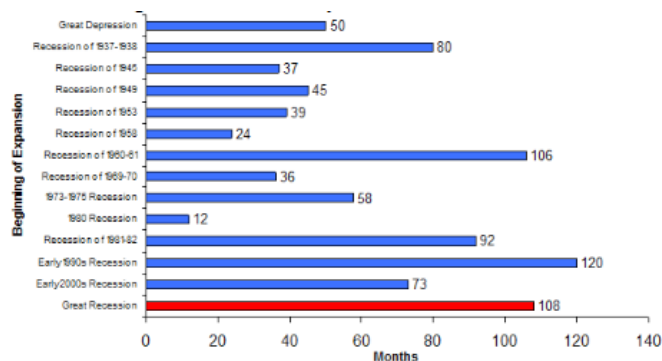
Come si preparano alle vacanze i risparmi? Siamo sufficientemente tranquilli sulla struttura del portafoglio, oppure eventuali imprevisti costringerebbero a lunghe telefonate agostane con il consulente?

La Lonely Planet del risparmiatore è ricca di notizie e avvertimenti ma sono soprattutto tre i punti di interesse da non trascurare:

1. l'attuale fase di espansione ha avuto inizio negli Stati Uniti nel giugno del 2009. Nella storia economica americana è il secondo ciclo più lungo dal 1850, anno in cui cominciano le serie storiche registrate dal National Bureau of Economic Research. Il ciclo più lungo in assoluto è quello dei dieci anni tra il 1991 e il 2001, ancora dodici mesi esatti e quel primato potrebbe cadere. Se consideriamo che la durata media delle precedenti fasi di espansione è di 58,4 mesi, è normale che al primo segnale di pericolo scattino nervosismo e apprensione. D'altro canto non va trascurata la nuova forza ottenuta dal taglio delle tasse;
2. negli ultimi mesi l'ottimismo si è attenuato: il dollaro forte, l'andamento dei rendimenti, il flattening delle curve, le minacce di guerra commerciale hanno favorito deflussi di capitali dai mercati emergenti e una rotazione settoriale che ha

condizionato le performance di molte strategie, contribuendo ad affievolire la fiducia degli investitori;

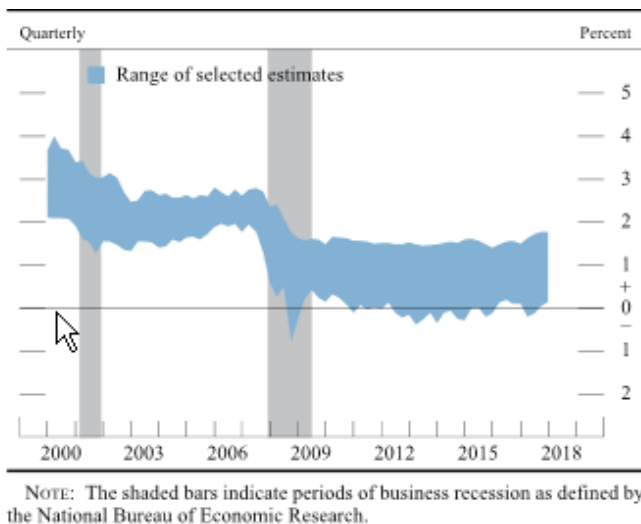
3. il comportamento delle banche centrali, L'Alpha e il Beta lo ricorda da tempo, si fa meno prevedibile e l'audizione semestrale di Jerome Powell al Senato lo ha confermato. Le considerazioni che il presidente della Fed ha fatto in apertura non hanno sorpreso, sono state fedele replica delle precedenti comunicazioni del Comitato che governa i tassi (FOMC, Federal Open Market Committee): l'economia è solida, l'inflazione "core" è prossima all'obiettivo ma non ancora allarmante nonostante la piena occupazione. Tutto ciò considerato, "il Comitato ritiene, per il momento, che il miglior modo di procedere sia continuare ad aumentare con gradualità i tassi di interesse federali". Il mercato ha interpretato queste parole come conferma della previsione di un nuovo aumento a settembre e uno, probabile, a dicembre. Ma nel ragionamento di Powell si è insinuata una parolina che ha di nuovo intrigato gli esegeti e gli interpreti del linguaggio dei banchieri centrali, benché con Powell siano finiti i tempi del linguaggio oracolare di cui Greenspan è stato iniziatore. Le buone condizioni dell'economia ricordate nella premessa rendono del tutto ragionevole la conferma dell'attuale direzione della politica monetaria, ma allora, si chiede John Authers del FT, perché Powell ha ritenuto di dover aggiungere quel "per il momento"? Probabilmente "l'entusiasmo per tassi più alti si fa più evasivo e condizionale", un ulteriore indizio che le decisioni saranno legate ai dati economici, un eventuale declino cambierebbe le carte in tavola,



Durata delle fasi di espansione economica negli Stati Uniti (fonte: National Bureau of Economic Research, Seeking Alpha)

Come dicevamo poche settimane fa (“Sei personaggi in cerca d'autore”, 9.7.2018), le banche centrali non hanno piena contezza di ciò che significhi “normalizzazione”: tornare alle condizioni pre-crisi è impossibile, troppe cose sono cambiate, la riduzione dello stimolo monetario deve fare i conti su quale sia il livello dei tassi nel lungo termine.

Il punto è proprio questo, nel mondo delle Global Supply Chain, delle Amazon, delle dinamiche demografiche che premono sui rendimenti a lungo termine, diventano inutilizzabili le formule matematiche come la “Taylor rule” e altre simili che aiutano a stabilire il tasso reale neutrale nel lungo termine. “Il tasso reale neutrale di lungo termine è determinato dalle caratteristiche strutturali dell'economia e non è osservabile” si legge negli allegati tecnici all'audizione di Powell al Congresso “il suo valore può variare nel tempo a motivo delle oscillazioni della crescita della produttività, dei cambiamenti demografici e altre trasformazioni strutturali del sistema economico; la conseguenza è che stime del tasso reale neutrale di lungo termine, fatte oggi, potrebbero essere sostanzialmente diverse da stime fatte più avanti nel tempo”.



(fonte: Federal Reserve Board staff calculations).

L'incertezza sembra dunque certificata anche dagli economisti della Federal Reserve. A spargliare le carte della politica monetaria ci si mettono anche i tweet e le dichiarazioni di Trump. La settimana scorsa il presidente ha esplicitamente criticato l'aumento dei tassi operato dalla Federal Reserve, rompendo la tradizionale consuetudine del rispetto da parte dell'esecutivo dell'indipendenza della banca centrale. Commenti irrituali e inattesi che hanno causato l'immediato indebolimento del biglietto verde.

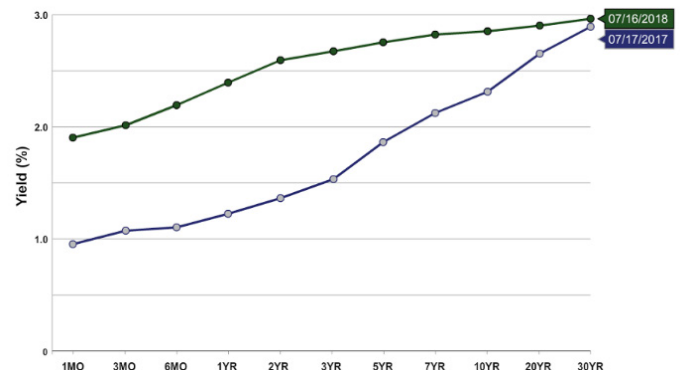
In queste condizioni è impossibile fare previsioni su come sarà il tempo finanziario durante le vacanze, meglio mettere in valigia pazienza e metodo, creme protettive contro le eventuali scottature da mercati troppo caldi. La pazienza serve per affrontare mercati che sembrano privi di una direzione certa, il metodo resta il miglior antidoto contro l'emotività nel passaggio da una condizione in cui i rischi sembravano scomparsi a una in cui si stanno ripresentando.

La perdita di momentum in Europa e nelle economie emergenti e soprattutto la forma della struttura per scadenze americana

sembrano far emergere i rischi tutti insieme, quasi preconizzando una fase di “risk-off”. Come tutte le semplificazioni, anche l'opposta simmetria tra fasi cosiddette di “risk-off” e “risk-on” è suggestiva, facile da spiegare e ancor più semplice da capire. E' la nostra struttura biologica a renderci familiari le polarità binarie: maschio e femmina, inspirazione ed espirazione, luce e buio, caldo e freddo, bene e male. Peccato che la realtà sia più complicata per essere spiegata, e capita, da diadi di opposti.

E' presto per parlare di fase “risk-off”. Siamo semmai in una fase di moderazione, di (salutare) diminuzione di entusiasmo. Non si riconoscono ancora i segni di un deciso cambio di direzione, crescita americana (e giapponese) e utili aziendali invitano a non lasciare la festa, le banche centrali si accingono a togliere gli alcolici ma con molta gradualità, il prezzo dell'oro non è quello che ci si attenderebbe in una fase di marcata avversione al rischio. Siamo nel tempo del “Post-New Normal”, opportuno acconciarsi a maggiore imprevedibilità, rendimenti modesti e, soprattutto, al rischio di re-pricing di pressoché tutte le asset class al ritorno dell'inflazione e al cambio di passo delle banche centrali.

Quando i rumori sembrano soverchiare i segnali e si avverte la sensazione di perdere il controllo del portafoglio, la prudenza suggerisce di mantenere coerenza ai fondamentali, a nostro avviso sarebbe eccessivo eliminare dal portafoglio tutti gli asset rischiosi, i profitti aziendali restano positivi, i salari crescono in modo ordinato anche dove c'è piena occupazione.



Curva dei rendimenti nominali del Treasury USA (fonte: US Department of the Treasury)

La preservazione del capitale diventa predominante sugli obiettivi di rendimento, “raccomandiamo allocazione selettiva a titoli e settori, senza rischio di tasso e particolare riguardo a strategie a bassa correlazione” dice Massimo De Palma, responsabile del Team Multi Asset di GAM Italia “flessibilità nell'asset allocation tattica significa capacità nell'agire dinamicamente, riconoscere opportunità negli eccessi negativi in valutazioni che tornano ad essere interessanti”.

Per come si presenta la seconda metà dell'anno, è naturalmente preferibile maneggiare la flessibilità a cambiare idea, e allocazione tattica, con l'aiuto di un consulente o un esperto di fiducia. A proposito di vacanze, ricordate una vecchia pubblicità che canzonava il “turista fai da te” con un irriverente “ahi ahi?”. Ecco, appunto.



Carlo Benetti
Market Specialist 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.