

CURVE PERICOLOSE

Le curve pericolose sono quelle dei tassi e, parimenti, quelle del tortuoso percorso che si prospetta davanti ai banchieri centrali, alla prova dell'aumento dei tassi, e agli investitori, alle prese con scenari cangianti e che suggeriscono di ripensare il concetto di "porto sicuro"

La conferenza stampa di Jay Powell della scorsa settimana non passerà alla storia per chiarezza.

Il capo della Federal Reserve ha detto molto senza dire molto, si è dichiarato pronto ad alzare i tassi già a marzo "posto che le condizioni siano appropriate ... l'economia non ha più bisogno del sostegno della politica monetaria". Non ha usato però toni altrettanto espliciti riguardo all'altro aspetto del mandato duale che dal 1977 vincola la Federal Reserve a "promuovere con efficacia la piena occupazione, prezzi stabili e tassi di interesse temperati nel lungo termine".

L'anodina frase "c'è spazio per aumentare i tassi senza mettere a repentaglio il mercato del lavoro" non spiega la contraddizione tra la disoccupazione al 3,9% e l'aumento del costo del lavoro da una parte e, dall'altra parte dell'equazione, i tre milioni e passa di posti di lavoro ancora mancanti ai livelli del gennaio 2020 e gli oltre dieci milioni di posizioni lavorative aperte.

Americans are quitting their jobs at a record pace
Monthly quits, m



Source: US Bureau of Labor Statistics
© FT

Gli economisti la definiscono "The Great Resignation", l'imponente numero di dimissioni volontarie registrato dopo la fase acuta della pandemia. Fonte: FT, US Bureau of Labor Statistics.

Molto probabilmente, sotto la pressione dell'aumento dei prezzi al 7%, una velocità che non si registrava da quarant'anni, Powell e i membri del Comitato che governa i tassi avvertono l'ansia del "fare qualcosa", di dimostrare di essere presenti e di avere il senso dell'urgenza.



La Fed è dietro la curva? Fonte: Atlanticomnium, Bloomberg.

Il consenso del mercato stima senza incertezze quattro interventi quest'anno, le opinioni si frastagliano semmai sull'intensità, su interventi disposti in tutti i sette meeting dell'anno o su misure superiori ai 25 punti base, come lascia intendere Raphael Bostic della Fed di Atlanta.

Il tasso breakeven dei TIPS a dieci anni è salito, le obbligazioni legate all'inflazione scontano le aspettative di prezzi ancora in crescita, i tassi a breve sono aumentati e gli spread tra le scadenze dei due anni e quella dei dieci e tra le scadenze di cinque e trent'anni si sono assottigliati, non è alle viste un'inversione come quella che si verificò nel 2019 ma l'appiattimento delle curve è un indizio di ciò che pensano davvero i mercati, nel prossimo futuro la crescita non sarà munifica come nel 2021.



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

L'accorciamento degli spread tra le scadenze brevi e lunghe suggerisce agli inquilini di Palazzo Eccles prudenza, il vero, e difficile, esercizio del prossimo futuro sarà bilanciare due rischi opposti: da una parte il contrasto alle aspettative di inflazione sopra l'obiettivo del 2%, alimentate dall'inflazione attuale, dall'altra le prospettive del graduale ritorno a tassi di crescita più bassi, al regime di bassa crescita e bassa inflazione che ha segnato gli ultimi due decenni. Le stime della Banca Mondiale e del Fondo Monetario proiettano il decremento della crescita già quest'anno e già nel dicembre i consumi delle famiglie americane hanno mostrato una flessione rispetto al mese precedente.

“Qui si parrà la tua nobilitate”, il banco di prova dei banchieri centrali americani sarà aumentare i tassi con una gradualità e intensità tale da non mettere a rischio la crescita. I tassi a zero danno agevoli margini di manovra, il percorso di inversione della politica monetaria potrà cominciare senza esacerbare le condizioni del credito: non è l'aumento dei tassi che deve impensierire ma i suoi effetti sull'attività creditizia, sono le restrizioni al credito a innescare le recessioni e, al momento, il pericolo di credit crunch non è alle viste.

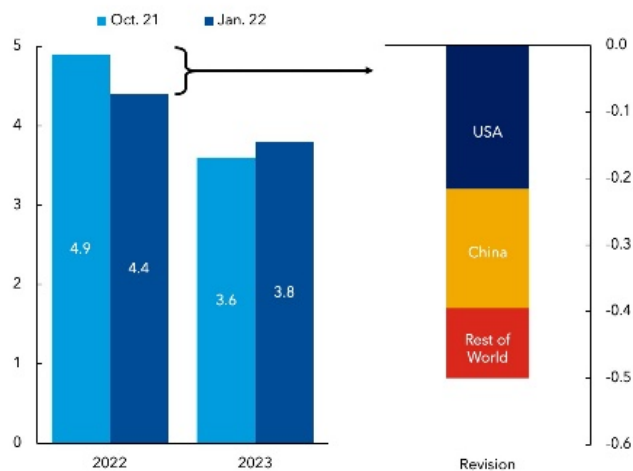
Lo stesso Powell che qualche mese dopo diceva che i tassi sarebbero aumentati un po' prima ma comunque ben oltre la fine del QE, poi che l'inflazione era transitoria e, a fine novembre, anche la transitorietà diventava transitoria.

Per quanto riguarda le scelte di portafoglio, i tassi in aumento favoriscono i finanziari e la divergenza tra la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea favorisce il credito europeo su quello americano. Il debito subordinato resta interessante per la dotazione cedolare e la bassa sensibilità ai tassi di interesse. La salita dei rendimenti reali comporta la rivalutazione degli high yield rispetto all'investment grade e dei metalli industriali sui metalli preziosi, sul lato azionario significa il ritorno del value sul growth ma nulla di tutto questo è scritto sulla pietra; cercare indizi e similitudini nel passato non aiuta, i fenomeni di questo tempo e la rapidità con cui si succedono sono l'esito degli ultimi due straordinari anni, una sequela di eventi senza precedenti.

Se scrutare il passato non aiuta, guardare avanti non vuol dire tentare di azzeccare le previsioni ma, semmai, riconoscere che oltre alle curve pericolose dei rendimenti ci sono anche quelle di un percorso tortuoso che si prospetta con molte incognite.

A disrupted global recovery

Global real GDP growth has been revised down for 2022.
(percentage points)



Source: IMF, World Economic Outlook; and IMF staff calculations.
Note: Revision shows the difference between projections for 2022 global GDP growth in the Jan 2022 WEO Update and Oct 2021 WEO. The negative number indicates that growth has been revised down.



Il Fondo Monetario Internazionale ha rivisto al ribasso le stime di crescita future: la colonna a destra, “Revision”, mostra le differenze (al ribasso) tra le previsioni di gennaio 2022 e quelle dell’Outlook di ottobre 2021. Fonte: IMF World Economic Outlook, IMF staff calculations.

Powell ha ricordato che le banche centrali non hanno il controllo sui tassi di interesse a lungo termine e che, naturalmente, la Fed seguirà con molta attenzione “l’inclinazione della curva dei rendimenti ... proveremo a comprenderne le implicazioni e ciò che rivelano, è uno dei molti fattori che teniamo d’occhio”.

È un cambio di regime frenetico, nel giro di un anno i timori della deflazione sono rapidamente scoloriti nel suo contrappasso, l’inflazione, Powell che rassicura i mercati promettendo di contrastare l’aumento dei prezzi è lo stesso Powell che nello scorso marzo tranquillizzava dicendo che non si sarebbe parlato di aumento dei tassi prima del 2024.



La Strada Turistica Nazionale Trollstigen (la Strada dei Troll), spettacolare itinerario di 106 chilometri apprezzato dai motociclisti, pendenza 9% e undici curve di 180°

La rapidità con cui cambiano gli scenari, le rotazioni settoriali che si consumano nello spazio di settimane, suggeriscono che è tempo di cambiare il concetto di “porto sicuro”, generalmente inteso in opposizione al rischio, a sua volta inteso, e frainteso, come minaccia.

Le tensioni politiche e militari ai confini dell’Ucraina, ad esempio, sono certamente una minaccia all’ordine geo-politico globale, eppure fino a oggi non ci sono state corse verso i tradizionali “porti sicuri”, annota Katie Martin del Financial Times. I consueti ripari dello yen, del franco svizzero o dell’oro non si sono apprezzati e il Treasury ha reagito più alle minacce di Powell che a quelle di Putin.

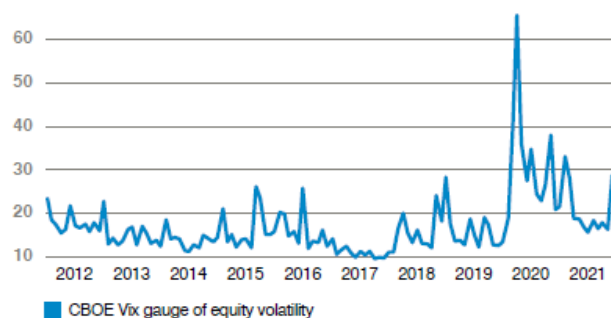
Il porto sicuro mitiga il rischio, attenua l'esposizione alla direzionalità e alle perdite ma, associato a singole classi di attivo, resta vulnerabile all'eventualità che, in scenari cangianti, anche quegli asset cedano valore. Se invece il "porto sicuro" è inteso come "mitigazione del rischio", come scrive Mark Spitznagel, e se la gestione degli investimenti finanziari è in realtà gestione dei rischi, come argomenta Benjamin Graham, allora il "porto sicuro" non è semplicemente una classe di attivo come il Treasury o lo yen ma una metodologia, che escluda il lancio dei dadi e la divinazione oracolare di ciò che faranno Powell o Putin (e tutti gli altri, naturalmente), e che sia invece ben ancorata al tempo, perché è nel tempo e con il tempo che le cose accadono.

Le correzioni dei mercati sono come le carte "Imprevisti" del gioco del Monopoli, si accettano come parte del gioco ma non sono mai benvenute. Per quanto si sia preparati, non fa piacere trovarsi nel mezzo di una correzione che, a pensarci, è dolorosa solo nel breve periodo.



La strada nel Parco Nazionale Tianmen, in Cina, undici spettacolari chilometri con 99 tornanti che conducono alla cima della montagna dove si trova la grotta Tianmen, detta Porta del Paradiso. Fonte: mybestplace.com.

Se escludiamo il 2020, gli investitori si sono assuefatti a un ambiente caratterizzato da sostanziale calma, non c'è memoria della volatilità, si fanno più probabili le reazioni nervose. Nell'orizzonte temporale di giorni o settimane sono soprattutto i trader, con i loro tentativi di anticipare i cambiamenti di direzione, a dare il ritmo ai mercati, ma sono le scelte ponderate, prese sui fondamentali dell'economia e delle società a premiare: "riesco a parlare ancora con clienti il cui orizzonte è cinque anni e non cinque giorni" scrive un broker di lunga esperienza sull'*Economist* "e le conversazioni con loro sono molto più serie".



Gli investitori non sono più abituati alla volatilità. Fonte: GAM Investments, Bloomberg, CBOE.

"Il tempo, con il suo passare, sottrae progressivamente incertezza dagli scenari finanziari" spiega il professor Paolo Legrenzi nelle Lezioni di queste settimane dedicate al valore della sottrazione e pubblicate sul sito di GAM Italia.

Alle volte il "meno" vale di più, sottrarre tempo al flusso ininterrotto delle informazioni o alle occhiate compulsive alle performance del portafoglio aiuta a controllare le emozioni, a superare le fasi di volatilità, a mantenere la fedeltà al metodo. Quasi banale ricordarlo, guardare meno il portafoglio non significa disinteresse: con ancora tante persone raggirate dalle promesse di rendimenti stellari e privi di rischio è buona norma pretendere rendicontazioni dettagliate e comprensibili. Gli smartphone e i tablet, però, sempre connessi agli ininterrotti flussi di notizie finanziarie, espongono all'eccesso di informazioni. Gli psicologi comportamentali parlano del rischio dell'"information overload", un sovraccarico cognitivo che rallenta la decisione o porta a valutazioni sbagliate.



King Crimson "Dangerous curves", brano strumentale dell'album *The Power to Believe* (2003)

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

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.