

LA PAURA FA SETTE E MEZZO

L'inflazione negli Stati Uniti ha fatto un altro passo in avanti superando anche le previsioni, la Fed accelera la corsa per recuperare terreno, sale la volatilità e sale la paura degli operatori

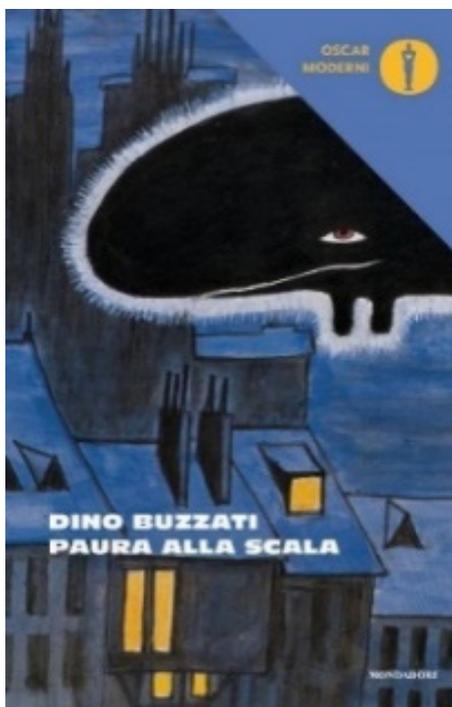
Alla paura, a volte, basta molto meno di novanta per fare paura.

A volta basta anche sette e mezzo e la paura sale come la goccia d'acqua del racconto di Buzzati "che di notte viene su per le scale; tic, tic, misteriosamente, di gradino in gradino. E perciò si ha paura".

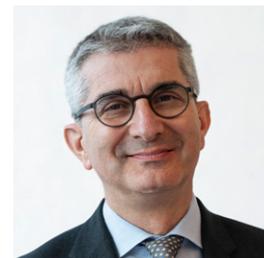
Per il professor Legrenzi, psicologo cognitivo, "la paura è un fattore potente" quasi insuperabile e indomabile in tempi di incertezza come il nostro, perché non solo la si prova improvvisamente, come quando esce la carta "Imprevisti" del Monopoli, ma la si ricorda anche a lungo.

La paura che afferra gli investitori quando cresce la volatilità fa però dimenticare il presupposto primario che il rischio è la moneta corrente per acquistare rendimento, il premio al rischio "è la compensazione alla paura" scrive l'amico Legrenzi ne "I soldi in testa" di questa settimana, ne costituisce una sorta di indennizzo.

"Noi senza paura" titola il quinto libro de "La Gaia Scienza" di Nietzsche, la paura è un sentimento umano, troppo umano, non saremmo uomini se non provassimo paura e la scorsa settimana, più lesta della goccia d'acqua di Buzzati, l'inflazione americana ha fatto tic tic ancora una volta ed è arrivata a 7,5%.



"Paura alla Scala", raccolta di venticinque racconti di Dino Buzzati (Mondadori 2019)



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

La paura va in copertina nell'ultimo numero dell'Economist che cerca nelle crisi del passato indizi su cosa accadrebbe una volta "finita la corsa" dei mercati. Se le valutazioni elevate e l'aumento dei tassi di interesse facessero materializzassero perdite ingenti sui mercati, allora la vera domanda per banchieri centrali e investitori sarebbe quella relativa alla tenuta del sistema finanziario, se sarà in grado di assorbirle o, al contrario, amplificarle.

Non esiste una vera e propria risposta, avverte il settimanale, un po' perché il sistema finanziario è completamente diverso rispetto a quindici anni fa, nelle sue regolamentazioni e tecnicità, un po' perché la Federal Reserve sa bene che se trent'anni fa la percentuale di detentori di azioni tra le famiglie americane era il 37%, oggi quel valore è superiore al 50%: le cinghie di trasmissione dell'effetto ricchezza collegano l'economia reale a quanto accade nei mercati finanziari.

La paura che fa sette e mezzo induce il Board della Federal Reserve a una riunione straordinaria oggi 14 febbraio; molto probabilmente verranno anticipate le decisioni sui tassi che si sarebbero prese nella riunione programmata a metà marzo. Le tensioni che si stanno accumulando sui confini ucraini si scaricano sul prezzo del petrolio che, a sua volta, alimenta la crescita dei prezzi. La Federal Reserve fronteggia un duplice dilemma, il primo è il recupero di credibilità nel controllo dell'inflazione, l'altro è il rischio che un eccesso di reazione amplifichi il freno alla ripresa economica.



The Economist 12 febbraio 2022

Il limite dell'inflazione al 2% è stato tracciato come nell'antichità l'aratro tracciava solennemente i confini di città e territori. "Moenia signare aratro" scrive Tito Livio nel racconto della prima, leggendaria violazione dei confini e l'uccisione del trasgressore: Romolo aveva preso molto sul serio la sacralità e l'invalidità del solco.

Il limite del 2% posto alla cittadella della stabilità dei prezzi è rimasto a lungo inviolato, negli Stati Uniti l'inflazione di base, depurata dalle componenti volatili, è rimasta mediamente più vicina all'1% per quasi quindici anni. Lo sfondamento si è consumato tutto in meno di dodici mesi, dal 3% del marzo 2021 al 6% e rotti di gennaio 2022; in origine ci sono stati l'aumento dei prezzi dell'energia e i ritardi nelle forniture, adesso però negli Stati Uniti l'aumento dei prezzi è ben oltre il 2% in tutti i settori.

Diversa la situazione in Europa: l'inflazione di base è a 2,3%, sopra le attese ma inferiore al 2,6% di dicembre. L'inflazione da maggiori costi energetici è inflazione "cattiva", ha spiegato Fabio Panetta del Board della BCE lo scorso novembre: il maggior costo del fabbisogno energetico aumenta i prezzi e rallenta l'attività economica. Può invece definirsi inflazione "buona", argomenta sempre Panetta, quella originata dalla domanda di beni e servizi delle famiglie e dagli investimenti delle società. "Buona" perché è "coerente con l'aumento dei salari a un ritmo che riflette gli aumenti di produttività" e sostiene il reddito reale disponibile.

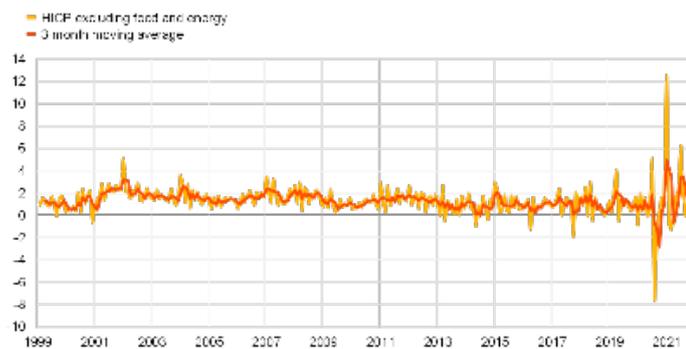


Le Fed costretta ad accelerare per recuperare credibilità e il "controllo della narrativa sull'inflazione". Fonte: True Insights, fred.stlouis.org.

La diversa natura dell'aumento dei prezzi, ecco il punto rilevante, esige che la politica monetaria dia risposte diverse. Quando l'aumento dei prezzi è dovuto allo shock nell'offerta, ad esempio l'aumento della bolletta petrolifera, gli esperti e i banchieri centrali non concordano su quale sia la risposta più corretta: un aumento dei tassi e il maggior costo del finanziamento andrebbero a sommarsi ai maggiori costi dell'energia, gravando ulteriormente sulle imprese e sull'attività economica. Nella memoria è ancora nitido il ricordo dell'estate 2008: "il peggio è alle spalle", dicevano in molti. In realtà il "maglio doveva ancora arrivare" ma la Banca Centrale Europea di Trichet, a trazione tedesca, aumentò i tassi di interesse impaurita dall'aumento del prezzo del petrolio, ignorato dalla Fed e dalla Banca d'Inghilterra.

Dieci anni prima Franco Modigliani fu l'ispiratore di un "Manifesto", firmato da lui e da altri economisti, critico nei riguardi dell'ortodossia delle politiche fiscali e monetarie europee che, secondo i firmatari, erano causa dell'alta disoccupazione. Conservo il ricordo personale dell'incontro con l'economista nella sua bella casa a Boston, le sue parole pacate e insieme severissime nei confronti della Bundesbank che aumentava i tassi a ogni refolo di inflazione, anche quando di natura esogena come l'aumento della bolletta energetica. Inflazione "cattiva", secondo la classificazione proposta da Fabio Panetta.

Bisogna però riconoscere che, all'epoca del Manifesto e della mia conversazione con il professor Modigliani, i tassi di disoccupazione erano più alti e l'inflazione non costituiva un problema, oggi l'inflazione fa 7,5%, ed è come se facesse novanta: la Federal Reserve deve intervenire per recuperare credibilità e, nello stesso tempo, misurare con attenzione gli interventi sui tassi nel corso dell'anno.

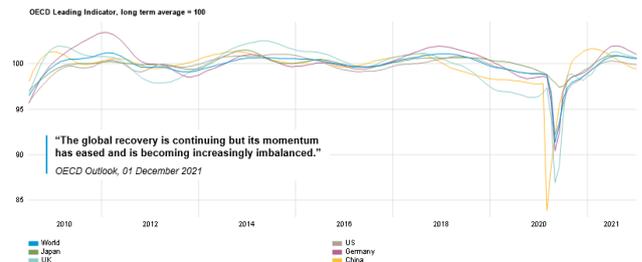


Inflazione "core" nell'Eurozona. Fonte: ECB, "Patient monetary policy amid a rocky recovery" discorso di Fabio Panetta 24.11.2021.

La storia, e i mercati finanziari, non procedono in modo lineare. Nonostante qualcuno ritenga le settimane di panico del febbraio 2020 come una breve interruzione del grande ciclo rialzista avviato nel 2009, la pandemia ha costituito un momento di cesura tra un "prima" e un "dopo". La perdita di vite umane, l'entità dei crolli del PIL, lo sconvolgimento della vita sociale, i cambiamenti nelle organizzazioni del lavoro, la nuova familiarità con la tecnologia digitale costituiscono ciascuno argomenti di approfondimento per storici, sociologi, economisti. Per quanto riguarda l'inflazione, Larry Summers individua tra le sue cause scatenanti i pacchetti fiscali di aiuto alla domanda, eccessi paragonabili al superamento dei limiti di velocità, "guidare a 200 all'ora non è il modo migliore per andare dal punto A al punto B" ha scritto sul Washington Post. Anche Mohamed El-Erian pensa che l'inflazione sia tutt'altro che transitoria, che sia "qui per rimanere".

La pensano in modo opposto Joe Stiglitz, gli aiuti fiscali hanno impedito a milioni di persone di scivolare nella povertà, e Stefan Gerlach di EFG Bank, l'inflazione è l'esito straordinario di fenomeni straordinari. Entrambi ritengono che se la paura si trasformasse in ossessione aumenterebbe il rischio di errori di policy, un punto sollevato sabato scorso anche da Ignazio Visco.

La ripresa economica sta perdendo vigore e non sono sparite le forze strutturali e i disequilibri di lungo periodo che per decenni hanno spinto all'ingiù i tassi: le disuguaglianze, l'invecchiamento della popolazione e il conseguente restringimento della forza lavoro, il riscaldamento globale.



"La ripresa globale prosegue ma con slancio più debole e sempre più squilibrato" OECD Outlook, Dec 2021. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

La rincorsa della Federal Reserve ha spinto in alto i rendimenti a breve, il titolo decennale ha superato il 2% per la prima volta dal 2019, i prezzi swap legati ai Fed Funds scontano un intervento sui tassi in ciascuno dei meeting programmati nel 2022, vuol dire un livello dei tassi poco sotto il 2% a fine anno.

La riunione di oggi esacerberà ulteriormente questi valori e la volatilità. Quando si muove la Fed nessun luogo è sicuro, in fasi di inflazione la liquidità e il reddito fisso sono i posti meno sicuri al mondo. Per la prima volta dopo anni, gli investitori escono massicciamente dalle obbligazioni; in gennaio c'è stato il deflusso di 1,5 miliardi di dollari, su scala globale, dagli ETF del reddito fisso, dopo sottoscrizioni per oltre 27 miliardi di dollari registrate il mese precedente. Le obbligazioni con le scadenze più lunghe sono le più sensibili ai tassi e l'allargamento dei differenziali di rendimento nel segmento degli high yield non è ancora adeguato al rischio. Gli scivoloni in conto capitale cancellerebbero il rendimento cedolare.



Caspar David Friedrich (1774-1840) "Viandante in un mare di nebbia" (1818, Hamburger Kunsthalle, Amburgo)

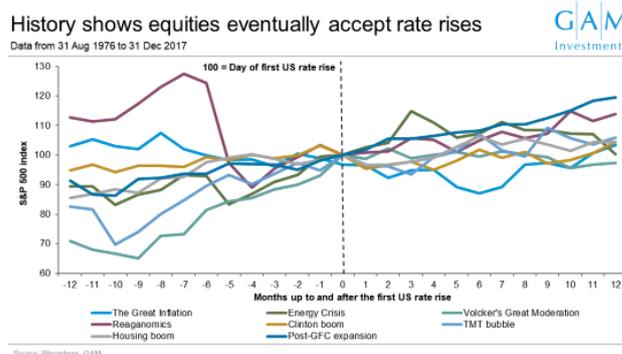
Neppure la liquidità è una buona risposta alla paura. Se nel giorno di San Valentino si dovesse cercare una analogia nelle coppie celebri della letteratura, l'eccesso di liquidità nei portafogli potrebbe essere accomunato a Lady Macbeth, tragico personaggio shakespeariano. Lady Macbeth desidera avidamente il potere e non esita a istigare all'omicidio il marito, tanto violento quanto imbecille. Il genio di Verdi interpretò il carattere malefico di Lady Macbeth con registri vocali aspri, aggressivi.

Il fascino che la liquidità esercita sui risparmiatori è molto meno sanguinario ma altrettanto pericoloso, un fascino maliardo che nel tempo si rivela infelicissimo veleno a lento rilascio. Il senso del controllo e la percezione di sicurezza che la liquidità sembra offrire poggiano sull'inganno, nascondono l'azione corrosiva dell'inflazione, privano del rendimento, escludono la capitalizzazione composta di quel rendimento.

Il miglior strumento per proteggere il capitale in termini reali restano le azioni.

La preferenza relativa alle azioni resta la nostra scelta allocativa più importante e, naturalmente, tiene conto della "duration" delle azioni, ovvero la loro sensibilità ai movimenti dei tassi di interesse. I tassi in salita favoriscono settori come l'energia, i finanziari, gli industriali ma, ricordavamo poche settimane fa, non ci sono né automatismi né regole deterministiche in un ambiente ad alta volatilità, la flessibilità e la gestione attiva restano le leve fondamentali dell'azione nei portafogli, le strategie flessibili a bassa volatilità un utile strumento per compensare i rischi.

Come gli altri modelli di valutazione, anche il cosiddetto "Fed Model" non ha alcun valore predittivo ma è un utile barometro che registra l'andamento delle azioni in un contesto di tassi in salita e, anche grazie ai buoni utili registrati nel quarto trimestre, la lancetta del modello punta ancora là.



L'esperienza storica mostra come le azioni abbiano reagito meglio agli aumenti dei tassi. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

Nei tempi antichi, sui confini della città tracciati con l'aratro venivano erette le mura, invalicabili se non attraverso le porte sulle quali vegliava Giano, ambigua divinità dai due volti.

L'ambiguità segna questa fase inedita della storia, le paure si frastagliano, assumono forme diverse. I due volti di Giano guardano con olimpica indifferenza entrambi i lati del passaggio, verso l'interno della città, dove tracima la paura per quel 7,5% che ha ampiamente violato il limite, e verso l'esterno dove soffiano venti di guerra e le scosse telluriche di un nuovo ordine mondiale che dovrà essere e ancora non è.

Per maggiori informazioni visitate il sito 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.