

# WHATEVER IT TAKES

È stata una settimana pesante su tutti i mercati, in modo particolare in Europa dove ai rischi di inflazione si aggiungono quelli della recessione e la paura del ritorno al 2011, alla frammentazione finanziaria tra paesi virtuosi e quelli a maggior debito. Christine Lagarde è stata chiara ma le hanno fatto difetto le sfumature, è stata lontana dal passo falso del 12 marzo 2020 ma anche dal “whatever it takes” del 26 luglio 2012

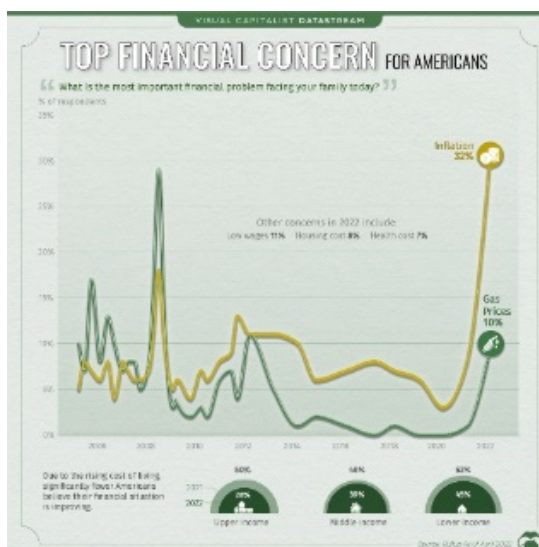
Quando si muove la Fed nessun luogo è sicuro.

Se poi si muove anche la banca centrale dell'Eurozona le cose si complicano: la settimana scorsa è stata segnata da un “uno-due” che ha mandato al tappeto le borse.

I prezzi al consumo negli Stati Uniti sono saliti di 8,6%, un valore superiore alle attese (8,3%) e il più alto dal dicembre 1981. La reazione dei mercati è stata brutale, evitare la recessione si fa più complicato, le borse non sembrano comprare al valore facciale le promesse di Powell di guidare l'economia verso l'atterraggio morbido, cresce invece la probabilità di un doloroso “hard landing”.

Nell'economia americana un canale importante di trasmissione della politica monetaria è il settore immobiliare, l'edilizia abitativa sarà la prima ad avvertire gli effetti dell'inversione di marcia della Federal Reserve nella ripresa del controllo dell'inflazione, questa volta però le banche sono più robuste e patrimonializzate rispetto al 2008.

Nel febbraio 2005, nel corso di una testimonianza davanti al Congresso, Alan Greenspan parlò di un inspiegabile “conundrum”, un rompicapo: nonostante avesse aumentato i tassi di 150 punti base dal giugno 2004, il rendimento del titolo decennale restava sostanzialmente fermo. I successori di Greenspan sono oggi alle prese con un rompicapo molto diverso e altrettanto complicato, riportare l'inflazione sotto controllo senza provocare una recessione.



L'inflazione è la maggiore preoccupazione finanziaria degli americani, superiore ai bassi salari e ai costi abitativi. Fonte: Visual-capitalist.com, Gallup April 2022. Solo a scopo illustrativo, non è raccomandazione all'acquisto o alla vendita di titoli o una consulenza sugli investimenti. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri

Anche in Europa l'inflazione è sopra l'8%, la banca centrale dell'Eurozona ha aggiornato le sue proiezioni, quest'anno l'aumento dei prezzi al consumo raggiungerà il 6,8% (la stima di marzo era 5,1%), scenderà a 3,5% nel 2023, a 2,1% nel 2024. Giovedì scorso i banchieri di Francoforte hanno fatto conoscere la sequenzialità dei loro interventi: dal 1° luglio verranno sospesi gli acquisti netti di titoli, nella riunione del 21 luglio verrà deliberato l'aumento dei tassi di interesse nella misura di 25 punti base, l'aumento di settembre potrà essere più consistente se le prospettive di inflazione nel medio termine persisteranno o si deterioreranno.

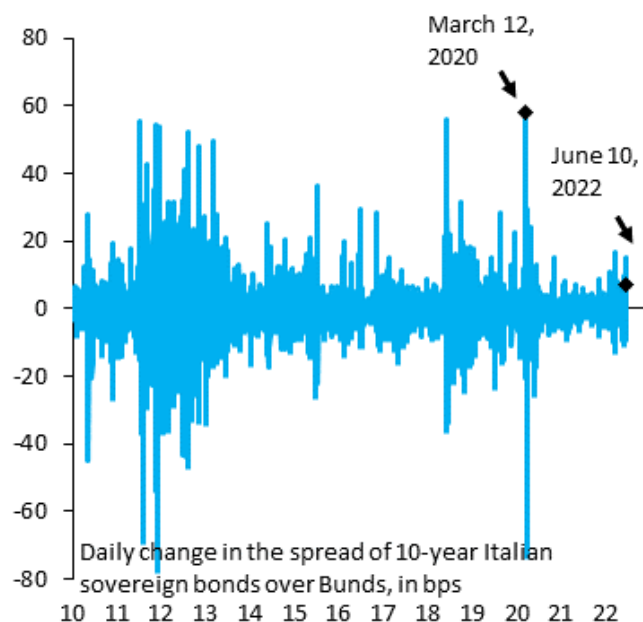


**Carlo Benetti**  
 Market Specialist  
 di GAM (Italia) SGR  
 S.p.A.

La conferenza stampa di Christine Lagarde ha sollevato il velo di Maya su una anomalia e due debolezze:

1. l'anomalia è quella dei tassi negativi; si tende a dimenticare che il primo aumento dei tassi dopo undici anni non è un inasprimento della politica monetaria in senso stretto, l'inflazione mette la parola fine all'esperimento dei tassi negativi avviato nel 2015, il paradosso per cui si paga per prestare denaro. La durata e l'intensità della stretta monetaria saranno in fase con l'evoluzione dello scenario e dei prezzi delle materie prime, è prematuro fare stime o previsioni, tutto gira attorno all'inflazione, al prezzo delle materie prime, alla guerra;
2. si solleva il velo di Maya sulla fragilità della crescita europea, nell'Eurozona l'inflazione non è dal lato della domanda, come negli Stati Uniti, ma dal lato dell'offerta. La BCE ha rivisto al rialzo le proiezioni sull'inflazione e al ribasso le stime di crescita, 2,8% nel 2022, 2,1% nei due anni successivi. Gli indicatori di fiducia si stanno deteriorando, le famiglie sono più deboli rispetto alle famiglie americane, le attività economiche già gravate dal maggior costo della bolletta energetica dovranno fare i conti con più costose condizioni creditizie. La reazione fortemente negativa dei mercati sconta nell'Eurozona i maggiori rischi di recessione, il rendimento reale a cinque anni a termine è salito più rapidamente che negli Stati Uniti (145 punti base nel 2022 rispetto ai 112 negli USA);
3. la seconda debolezza è relativa alla vulnerabilità dei paesi a maggior debito. A differenza delle altre banche centrali, a fronte di qualsiasi manovra di inasprimento della politica monetaria la Banca Centrale Europea deve tenere conto dei contraccolpi sul mercato dei titoli sovrani. Gli acquisti massivi di titoli hanno costituito per anni una sorta di anestetico, un ottundimento alla realtà di debiti che le misure anticicliche hanno ulteriormente dilatato. Preoccupati per la tenuta dei paesi indebitati, gli operatori hanno venduto massicciamente gli asset italiani con un particolare accanimento sul settore bancario, dai bilanci appesantiti da ingenti quantità di titoli di stato.

Nella conferenza stampa di giovedì scorso Christine Lagarde è stata oltremodo chiara, i registri oracolari di Greenspan sono davvero un lontano ricordo, la presidente della BCE ha presentato con minuziosa schiettezza la sequenzialità e l'intensità delle prossime azioni della politica monetaria. Ma le hanno fatto difetto le sfumature nel registro comunicativo, è stata lontana dal passo falso del 12 marzo 2020 ("non siamo qui per chiudere gli spread"), è stata però lontanissima anche dal "whatever it takes" del 26 luglio 2012.



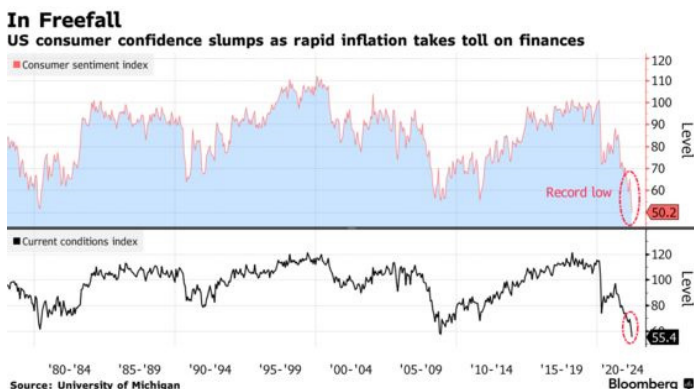
Rilevazione dei movimenti quotidiani del differenziale di rendimento del decennale italiano rispetto al decennale tedesco. Fonte: Robin Brooks IIF. Solo a scopo illustrativo, non è raccomandazione all'acquisto o alla vendita di titoli o una consulenza sugli investimenti. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri

Il differenziale di rendimento del decennale italiano con il Bund tedesco si è ampliato ma ricordiamo che l'allargamento è molto inferiore rispetto a quello del marzo 2020, probabilmente è presto per parlare di "frammentazione finanziaria": la flessibilità degli interventi, da indirizzare là dove sarà più necessario, è già nell'agenda dei banchieri di Francoforte. Negli anni alla guida della BCE Mario Draghi ha dato prova di comportamenti pragmatici contrapposti al dogmatismo dell'ortodossia monetaria tedesca: auguriamoci che quel pragmatismo sia il lascito e la lezione della sua presidenza.

Ma anche Draghi ebbe le sue incomprensioni con i mercati. Giovedì 2 agosto 2012, durante la conferenza stampa dell'allora presidente della BCE, le borse reagirono con forti vendite, si aspettavano parole e iniziative più marcate per contenere la crisi dell'euro, il "whatever it takes" era stato pronunciato appena pochi giorni prima ma non ne era ancora stato colto lo spirito, dovette trascorrere un po' di tempo prima che quelle parole diventassero iconiche.

Ai mercati fu necessario un giorno in più per realizzare la portata delle dichiarazioni di Draghi: il "whatever it takes" e le parole della conferenza stampa del 2 agosto vennero metabolizzate il 3 agosto, giornata di recupero e di forti acquisti. Dopo dieci anni di denaro facile, è impossibile prevedere come continueranno a reagire i prezzi degli asset rischiosi al movimento dei tassi e ai rischi di recessione.

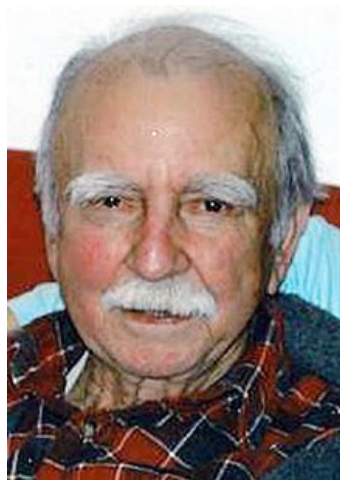
Il vero arbitro dei destini dell'economia globale sembra sia il consumatore americano: fino ad oggi la spesa per consumi è rimasta robusta ma le ultime rilevazioni dell'aumento dei prezzi e il deterioramento delle condizioni generali spaventano le famiglie americane, il sentiment dei consumatori a giugno è sceso ai minimi storici.



Il dato preliminare di giugno dell'indice del sentiment dei consumatori dell'Università del Michigan è sceso a 50,2, dal 58,4 di maggio. Fonte: Bloomberg. Solo a scopo illustrativo, non è raccomandazione all'acquisto o alla vendita di titoli o una consulenza sugli investimenti. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri

Non possiamo prevedere il futuro ma possiamo prepararci per l'imprevedibile. "Non esistono portafogli invulnerabili alla volatilità" scrive il professor Paolo Legrenzi, esistono però portafogli che diventano anti-vulnerabili quando piuttosto che scansare gli inevitabili momenti negativi o fortemente negativi dei mercati si preparano al peggio predisponendo opportune difese. Le barriere più importanti all'imprevedibile sono la diversificazione, la decorrelazione, il tempo.

Nel suo "The Psychology of Money" Morgan Housel ricorda la storia di Ronald Read, un tranquillo signore che visse nel Vermont rurale, lavorò per venticinque anni come meccanico d'auto e per diciassette come addetto alla manutenzione nel supermercato JCPenney del paese dove aveva sempre condotto una vita serena, ordinaria come quella di milioni di altre persone.



Ronald James Read (1921-2014).  
 Fonte: Wikipedia.

Ronald Read divenne celebre quando morì nel 2014 all'età di 92 anni: aveva lasciato ai nipoti due milioni di dollari, altri sei andarono in beneficenza.

"Chi conosceva Read era sconcertato, dove aveva preso tutti quei soldi?" scrive Housel "non c'erano né vincite alla lotteria né eredità, Read aveva investito i suoi risparmi nelle blue chip poi aveva atteso che quei pochi risparmi si trasformassero in oltre otto milioni di dollari". Una storia esemplare di capitali pazienti che nel tempo hanno avuto ragione dell'erraticità dei mercati.

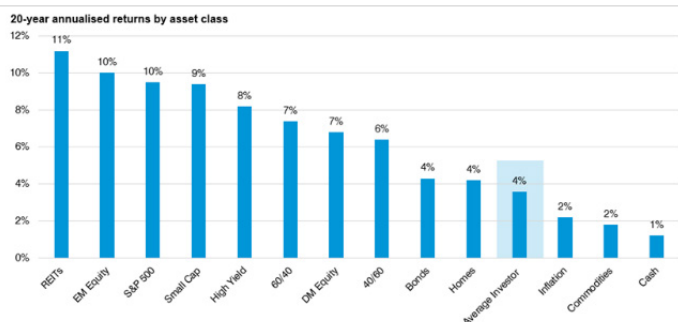
Quando lo scenario è indecifrabile, e l'eccezionalità di quanto sta accadendo rende il confronto con il passato di debole aiuto, meglio confermare la fedeltà al metodo ed esercitarsi, come Ronald Read, nella virtù della pazienza. Viviamo davvero un'intersezione della storia, si affastellano, si sovrappongono, si intrecciano questioni diverse in diversi ambiti, le variabili in gioco sono molte e molti i possibili esiti:

1. nella sfera geopolitica si ridefiniscono i nuovi equilibri dai profili ancora confusi, alla guerra combattuta farà seguito una guerra fredda gravida di incognite;
2. nell'economia reale è in corso la riorganizzazione delle catene del valore, almeno parziale;
3. nei mercati finanziari le banche centrali rincorrono l'inflazione;
4. nella gestione dei risparmi l'aumento dei tassi fa male alle azioni come alle obbligazioni, si affievolisce l'efficacia della diversificazione tradizionale.

Nelle sue Lezioni più recenti il professor Legrenzi ha ricordato i rischi dell' "information overload", il sovraccarico di informazioni che rende più difficile le decisioni. Un esempio di comportamenti pro-ciclici che, nel lungo termine, abbattano il risultato medio annuo è la correlazione tra flussi degli investimenti dei risparmiatori e i movimenti dei mercati. Un'analisi pubblicata poche settimane fa dalla società di ricerca Dalbar conferma che nell'intervallo di tempo dei vent'anni (il ciclo di Siegel) l'investitore medio ha ottenuto un rendimento annualizzato del 4% a fronte di un risultato medio annuo del 7% di un portafoglio bilanciato tradizionale (60% azioni, 40% obbligazioni).

Uno scenario di difficile lettura consiglia ovviamente cautela ma non rassegnazione, restare fedeli al metodo e allo scenario di base è preferibile ad azioni indotte dall'ansia. La storia del successo finanziario Ronald Read ricorda l'eccentricità della gestione del denaro nei mercati finanziari: in nessuna disciplina un dilettante può fare meglio di un professionista, anche del più incapace.

Ma quando si tratta di mercati finanziari può accadere che un meccanico del Vermont faccia meglio di tanti professionisti, perché in questo ambito è il temperamento a prevalere sulle competenze. Non è facile conservare l'equilibrio e controllare l'emozione ma ci si deve provare. "Whatever it takes".



Rendimento dell'asset allocation dell' "investitore medio" basato sull'analisi di Dalbar, che utilizza il netto delle vendite, dei rimborsi e degli scambi di fondi comuni aggregati ogni mese come misura del comportamento degli investitori. Fonte: GAM Investments, JPMorgan, Dalbar. Solo a scopo illustrativo, non è raccomandazione all'acquisto o alla vendita di titoli o una consulenza sugli investimenti. Le performance passate non sono un indicatore affidabile dei risultati futuri.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://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.