

IN PAROLE, OPERE E OMISSIONI

Dopo cinquant'anni torna lo spettro della stagflazione ma le differenze con gli anni Settanta sovrastano le analogie. In ogni caso il tiro alla fune tra banche centrali che promettono l'atterraggio morbido e i mercati che temono "eccessi di reazione" è destinato a proseguire nei prossimi mesi. In attesa che "passi la nottata", ed evitando atti di fede nelle promesse dei banchieri centrali, le strategie del portafoglio possono incardinarsi su tre principi

I mercati hanno messo a segno una delle peggiori settimane da quando la pandemia non è più la principale preoccupazione sul muro delle preoccupazioni.

Quella strana merce che è il denaro sta diventando più cara un po' ovunque. Le temperature dei tassi dissolvono come neve la montagna di carta a rendimento negativo che solo poche settimane fa era attorno agli undici miliardi di dollari.

Nel rincorrere l'inflazione le banche centrali danno l'impressione di aver smarrito la loro storica assertività e sicurezza: la Banca Centrale Europea ha dovuto convocare una riunione d'urgenza per ribadire quanto non era stato detto con sufficiente convinzione la settimana precedente, ovvero la determinazione a contrastare i rischi di frammentazione finanziaria con i paesi fiscalmente più deboli. La Federal Reserve ha aumentato i tassi di 75 punti base, una non-sorpresa visto che nei giorni precedenti la mossa era stata telegrafata off the record alle maggiori testate economiche e finanziarie.

L'esempio della Federal Reserve è stato seguito dalla Banca Nazionale Svizzera che ha alzato i tassi per la prima volta dal 2007 (ma restano in territorio negativo, da -0,75% a -0,25%) e dalla Banca d'Inghilterra che deve gestire un aumento dei prezzi che si avvicina alla doppia cifra in una economia in rallentamento. In parte anche a causa della Brexit, in Gran Bretagna l'offerta di lavoro è debole e non si allentano le pressioni salariali: il rischio di un avvitamento tra inflazione e debolezza economica è stato puntualmente registrato dalle ragioni del cambio, la sterlina è rimasta relativamente debole anche dopo il rialzo.



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



Pil pro capite dell'Eurozona e del Regno Unito (3° trimestre 2016=1, aggiustati per PPP, elaborazione prof Morten O. Ravn su dati OECD)

Unica eccezione è la Bank of Japan che, in splendida solitudine, ha confermato la determinazione a tenere i rendimenti obbligazionari a zero: a Tokyo valutano l'inflazione transitoria e che l'economia sia ancora troppo debole per ballare da sola. L'allargamento della distanza con le altre banche centrali ha spinto lo yen ai minimi storici contro dollaro.

Non è la prima volta che le banche centrali si fanno sorprendere dietro la curva, con risposte tardive rispetto all'inflazione, ma è forse la prima volta da decenni, forse dai tempi di Arthur Burns alla Federal Reserve, che le loro parole risuonano tutt'altro che rassicuranti, le loro opere tardive e forse eccessive, le omissioni del passato condite con errori previsivi che Ignazio Visco ha riconosciuto con onestà siano stati "molto più elevati che in passato".

Oggi uno spettro si aggira per l'Europa, non è più il comunismo ma la stagflazione.

Torna dopo quasi sessant'anni il neologismo attribuito a Iain Macleod, un politico conservatore inglese che in un discorso alla Camera dei Comuni, nel 1965, disse "ora abbiamo il peggio dei due mondi: non solo l'inflazione da un lato o la stagnazione dall'altro, ma entrambi insieme. Abbiamo una sorta di 'stagflazione'".

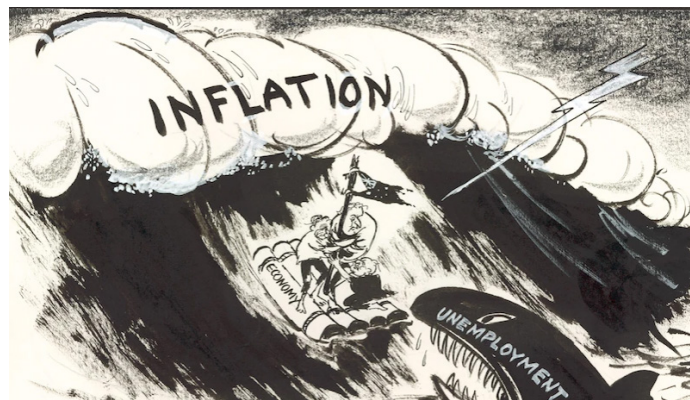
La parola rimanda alla combinazione di alta inflazione, stagnazione dell'attività economica e alta disoccupazione che si verificò negli anni Settanta. I rischi di una nuova fase di stagflazione sono stati evocati da Janet Yellen poco più di un mese fa e ripresi dalla World Bank nel suo ultimo Rapporto. "La guerra in Ucraina, le chiusure in Cina, le interruzioni delle catene di approvvigionamento e il rischio di stagflazione mettono a dura prova la crescita" ha detto il presidente della Banca Mondiale David Malpass. "I mercati guardano avanti, quindi è urgente incoraggiare la produzione ed evitare restrizioni commerciali. Sono necessari cambiamenti nella politica fiscale, monetaria, climatica e del debito per contrastare la cattiva allocazione del capitale e le disuguaglianze".

Anche la Banca Mondiale, come il Fondo Monetario e altre istituzioni economiche, ha rivisto al ribasso le stime di crescita, l'ultimo Global Economic Prospects confronta le attuali condizioni dell'economia globale con gli anni Settanta, con particolare riguardo ai rischi di recessione e inflazione nei mercati emergenti.

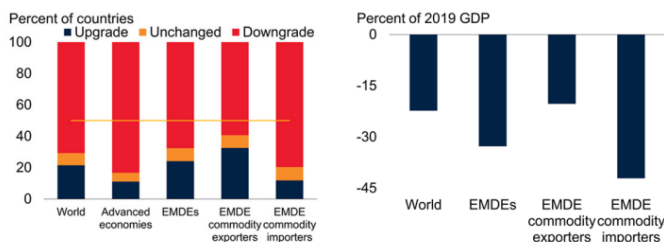
La Banca Mondiale riconosce tre similitudini con gli anni Settanta:

1. i prezzi elevati nelle materie prime che fanno seguito a un prolungato periodo di politica monetaria accomodante nelle principali economie avanzate,
2. le deboli prospettive di crescita,
3. la fragilità nelle economie emergenti e in via di sviluppo che devono sopportare l'inasprimento delle politiche monetarie nelle economie avanzate e l'indebolimento delle loro valute.

Ma le differenze con gli anni Settanta sovrastano le analogie. La prima, grande differenza è che non c'è più l'effetto sorpresa: negli anni Settanta la comparsa di alta inflazione e alta disoccupazione fu un fenomeno che colse impreparati i governi e l'accademia. In quegli anni l'OPEC deteneva il controllo di circa il 60% dell'offerta mondiale di petrolio, la Russia oggi ne controlla il 10%, l'attuale aumento del prezzo del greggio non è paragonabile con gli aumenti di quattro volte in poche settimane a seguito dell'embargo del 1973. Un'altra differenza è nell'aumento senza precedenti dei salari reali che si verificò nel decennio della Grande Inflazione, una condizione oggi impensabile: non ci sono più gli automatismi che legavano l'aumento salariale all'inflazione, i sindacati sono più deboli, la manifattura molto meno rilevante. Nelle economie avanzate sono diverse le strutture demografiche e il ruolo dell'innovazione tecnologica. I timori di stagflazione sono eccessivi o perlomeno, sulla base delle attuali condizioni economiche degli Stati Uniti, prematuri.



Vignetta dei primi anni Settanta sulle condizioni dell'economia australiana. Fonte: Stewart McCrae, National Library of Australia collection.



A sinistra le previsioni di crescita riviste per il 2022, a destra le perdite cumulate nella produzione. Fonte: Global Economic Prospects, June 2022, World Bank Group.

Lo scenario inflazionistico è comunque destinato a non esaurirsi a breve: è condivisa l'idea che l'anno prossimo l'inflazione diminuirà ma resterà sopra l'obiettivo del due per cento. Loretta Mester, presidente della Fed di Cleveland, ha parlato di un paio di anni prima che l'inflazione torni verso il livello desiderato del due per cento. La volatilità sui mercati è destinata a continuare, i banchieri centrali sono in ritardo e nei prossimi mesi l'attenzione degli operatori resterà concentrata sulle loro parole, opere e omissioni.

La settimana scorsa hanno pesato sui listini due ordini di paure: la paura della recessione più che dell'inflazione e la sfiducia nell'atterraggio morbido, ovvero che i banchieri centrali commettano "eccessi di reazione", che siano loro ad alimentare i rischi recessivi. La crescita rallenta ma anche l'inflazione è probabilmente prossima al picco: i banchieri centrali dovranno essere sorvegliati sulle parole che pronunceranno per non perdere credibilità, dovranno calibrare con accuratezza le loro azioni per raggiungere il doppio obiettivo di curvare l'aumento dei prezzi e non nuocere all'attività economica.

Ricordiamo che la politica monetaria ha bisogno di tempo per dispiegare i suoi effetti nell'organismo economico, i rialzi del 2022 avranno la massima efficacia nel 2023, un intervallo di tempo che allunga all'anno prossimo i venti contrari che già soffiano di prua contro l'attività economica.

I rendimenti a lungo termine si sono spostati verso l'alto e, per l'effetto sconto sulle valutazioni dei titoli, condizionano le performance negative dei listini. Come ricordato nelle settimane scorse, i destini della crescita sono nelle mani dei consumatori americani o, meglio, nelle loro carte di credito.

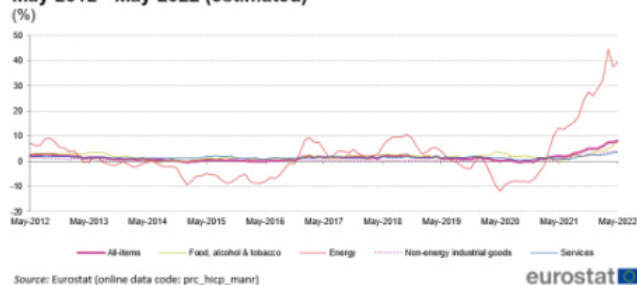


A Long Beach, California, la fila delle auto al rifornimento di carburante nel maggio 1979. Fonte Time, Getty Images, Bob Riha Jr.

Il risparmio forzoso dei lockdown rende disponibili ai consumatori americani circa 2.300 miliardi di dollari di liquidità e fino a quando ci sarà sicurezza sui redditi da lavoro, è possibile che la spesa per consumi regga nonostante il crollo degli indici della fiducia.

La buona salute del mercato del lavoro americano è attestata dall'alto tasso di abbandono: le "Grandi Dimissioni" sono alimentate dalla sicurezza di trovare altri posti di lavoro remunerati altrettanto bene o meglio; per ogni disoccupato ci sono quasi due posti di lavoro vacanti.

Euro area annual inflation and its main components, May 2012 - May 2022 (estimated)



La maggior componente dell'inflazione nell'Eurozona è quella energetica. Fonte Eurostat maggio 2022.

Nell'Eurozona, le previsioni dell'Eurosistema danno l'inflazione in discesa attorno al 3,5% nel 2023 e nell'intorno del 2% nel 2024. Si tratta di previsioni che, per definizione, sono scritte sulla sabbia: in attesa che "passi la nottata", ed evitando di fare scommesse sugli esiti possibili o atti di fede nelle promesse dei banchieri centrali sul "soft landing", le strategie del portafoglio possono incardinarsi su tre principi:

1. la cautela nell'esposizione direzionale nelle azioni e nella duration del portafoglio non significa rassegnazione. Sarebbe curioso passare dalla paura di perdersi la festa (ricordate il FOMO, Fear Of Missing Out?) alla paura di restarci (a meno che qualcuno non stia attendendosi alla festa delle cripto-valute, ma questa è un'altra storia). La scorsa settimana oltre 3.500 società quotate a New York hanno toccato i minimi di 52 settimane, eppure la volatilità è ancora lontana dal panico del marzo 2020. In GAM restiamo neutrali o leggermente positivi nei confronti delle azioni ma, naturalmente, con elevata selettività. La preferenza relativa va agli Stati Uniti, in Europa sono più alti i rischi di recessione per la vulnerabilità al prezzo delle materie prime e al rallentamento dell'economia cinese. La cautela riguarda anche l'esposizione ai mercati emergenti, indeboliti dalla forza del dollaro e dal rallentamento della crescita globale, ma nei nostri portafogli i mercati emergenti restano una scelta strutturale del lungo periodo;
2. diversificare il portafoglio con strategie compatibili con l'ambiente di aumento dei tassi. Le cartolarizzazioni MBS ad esempio: circa il 98% dei mutuatari di MBS cartolarizzati negli Stati Uniti ha mutui a tasso fisso, l'aumento dei tassi non inciderà molto sulla loro capacità di rimborso. I "Cat bond" e gli ILS sono strumenti a tasso variabile che si adattano all'ambiente di tassi in aumento. I mercati emergenti patiscono il doppio colpo dell'aumento dei tassi e la forza del dollaro ma si tratta di una classe di attivo con ampia dispersione, alcuni paesi soffrono i maggiori prezzi del petrolio e del gas, ne beneficiano però gli esportatori. L'America Latina, ad esempio, è un'area lontana dal conflitto ed esportatrice di materie prime. Il Brasile ha aumentato i tassi d'interesse di oltre il 10% in poco più di dodici mesi, un evento fuori norma, l'ultimo ciclo di rialzi è durato tre anni nel corso dei quali i tassi sono saliti di 700 punti base. "Rispetto agli Stati Uniti, che sono all'inizio del loro ciclo di inasprimento" scrive Adrian Owens di GAM Investments "il Brasile ha già fatto la maggior parte del suo ciclo di rialzo";

3. lasciare fare al gestore attivo: gli strascichi del Covid, i tassi in aumento e il rallentamento della crescita esigono alta selettività nella valutazione e peso delle fonti di rischio, una costante manutenzione della coerenza tra strumenti e obiettivi di investimento nel lungo termine. Le materie prime sono diventate le star dei portafogli ma la gestione attiva compensa i rischi di direzionalità, favorita dai movimenti di prezzo in trend, rischiosa nelle fasi laterali. Anche nei momenti di bassa crescita ci sono settori e società che continuano a crescere, ad esempio nel settore della tecnologia (vedi L'Alpha e il Beta del 16.5.2022 e il Megatrend Forum organizzato da Advisor il 16 giugno scorso), del lusso, dell'health-care.

L'acronimo TINA va sbiadendo, non è più vero che non ci sono alternative, il sentiment sui mercati è radicalmente cambiato e gestori, consulenti, investitori sono alla loro prova di maturità, non è il momento di affollarsi alle uscite di sicurezza del cinema ma di apportare aggiustamenti ai portafogli per adattarli al nuovo ambiente. Nell'attività di investimento, forse unica eccezione, le omissioni non sono un peccato: "less is more", meno scelte si fanno tanto più si attenuano le possibilità di commettere errori.



P. Legrenzi "Quando meno diventa più. La storia culturale e le buone pratiche della sottrazione" Cortina 2022

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.