SPAGHETTI A MEZZANOTTE

Nell'incontro annuale con la comunità finanziaria, il presidente della Consob ricorda il valore costituzionale del risparmio e il dovere della sua protezione. Non esistono però ricette di investimento standard, né classi di attivo al sicuro da possibili rovesci; anche negli investimenti non esistono pranzi gratis, qualsiasi rendimento atteso comporta la sua dose di rischio.

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

Nella vita economica di qualsiasi comunità il risparmio è un bene primario. Quella parte di reddito sottratta al consumo assicura serenità finanziaria alle famiglie, alimenta gli investimenti, sostiene lo sviluppo economico.

In Italia la propensione al risparmio è sempre stata tradizionalmente elevata, così importante da ottenere il riconoscimento di valore costituzionale, la difesa del risparmio è espressamente sancita nell'articolo 47 della Costituzione. Secondo la dottrina prevalente, il risparmio oggetto della tutela costituzionale è quello immesso nel circuito economico, quello che "lavora" per lo sviluppo e la crescita. La prima difesa del risparmio consiste naturalmente nella salvaguardia del valore della moneta che, nel tempo, è esposta all'azione corrosiva dell'inflazione. Il dovere istituzionale di difendere il valore della moneta è attribuito alla banca centrale, la difesa del pubblico risparmio tramite la vigilanza sulla trasparenza e correttezza dei mercati finanziari è compito della Consob.

Giordano Dell'Amore (1902-1981) "Con più ristretto significato, ormai accolto sistematicamente dalla dottrina economica, il risparmio è il valore del reddito sottratto al consumo… costituisce un residuo del reddito guadagnato e va a incrementare il capitale preesistente al conseguimento del reddito stesso"

Pratiche scorrette e comportamenti illegali minano la credibilità del sistema e compromettono gli equilibri finanziari delle famiglie. Il presidente della Consob ha fatto ampi riferimenti all'articolo 47 della Costituzione e agli effetti dannosi dell'inflazione sul risparmio delle famiglie nel discorso rivolto alla comunità finanziaria la scorsa settimana.

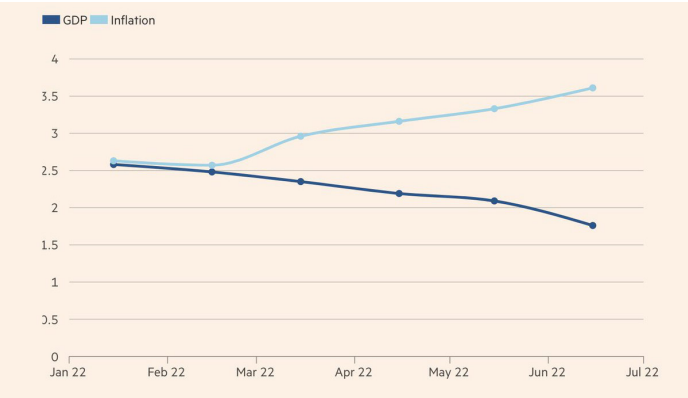
"L'insorgere dell'inflazione e, ancor più, l'invasione dell'Ucraina da parte della Russia" ha detto Paolo Savona "hanno gettato pesanti ombre sulle prospettive favorevoli che si erano delineate e hanno riportato indietro le condizioni di stabilità monetaria". Riprendendo le parole di un economista svizzero del secolo scorso, Savona ha ricordato che "il problema dell'inflazione è non averla, ma se per un qualsiasi motivo si incappa in essa, il problema diviene come uscirne senza creare danni irreparabili".

Le parole prese in prestito da Karl Brunner descrivono con precisione il crinale sul quale le banche centrali, impegnate nel pilotare l'atterraggio morbido dell'economia, si oppongono ai mercati che invece prezzano lo scenario dei "danni irreparabili" e l'ipotesi della recessione passa da "rischio in aumento" a scenario probabile.

GAM Investments

Utilizzando il modello di Equilibrio Dinamico Stocastico Generale, gli economisti della Fed di New York indicano che le probabilità di un "hard landing" sono salite a circa l'80%. Non si tratta di previsioni ufficiali ma, in ogni caso, questo è il risultato di un'analisi condotta con uno strumento, il modello DSGE, ampiamente utilizzato nella ricerca macroeconomica.

Nelle prossime settimane gli operatori seguiranno con acribica accuratezza tutti i dati relativi all'economia americana, principalmente quelli relativi ai salari e ai prezzi al consumo.

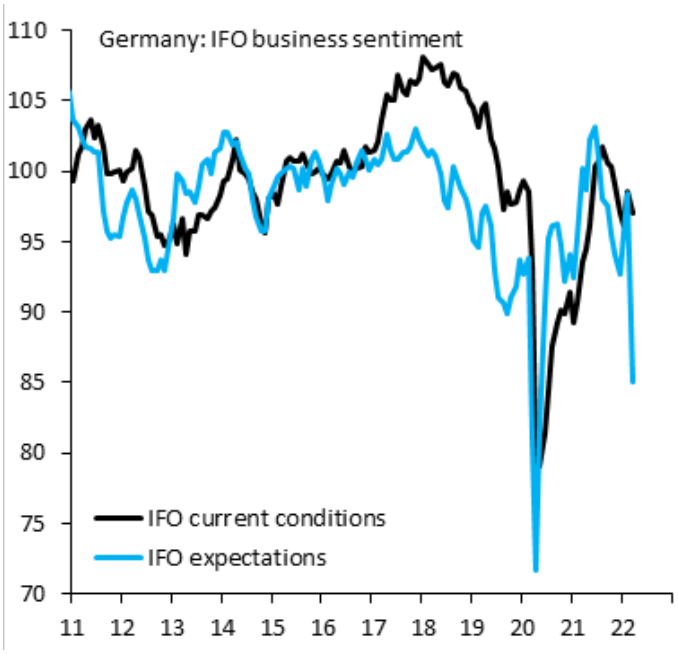


Gli economisti sono diventati più pessimisti sulle prospettive dell'economia americana. Fonte: FT, Consensus Economics.

Per la loro stretta relazione con le politiche sui tassi, quegli stessi dati saranno seguiti con altrettanta diligenza dai banchieri centrali. Sarà importante anche la visita di Joe Biden in Arabia Saudita a luglio, in agenda il prezzo del petrolio e le quote di produzione.

Nell'Unione Europea, la posta della partita a poker con la Russia consiste nelle forniture di gas. I leader dei paesi G7 stanno discutendo la risoluzione di imporre un price-cap ai prezzi del gas, "dobbiamo ridurre la quantità di denaro che va in Russia e liberarci di una delle principali cause dell'inflazione" ha detto Draghi agli altri leader. Ma l'altra faccia del "price-cap" è il possibile arresto di oltre un quarto della produzione russa precedente all'invasione (secondo l'Agenzia Internazionale dell'Energia) e la possibilità che la Russia reagisca con la sospensione totale delle forniture.

Il sondaggio IFO sulla fiducia delle imprese in Germania è sceso a 92,3: le aziende sono più pessimiste sulle condizioni dell'economia tedesca e le prospettive per i prossimi sei mesi sono scese in misura senza precedenti.



Germania, indice IFO relativo alla fiducia delle imprese. Fonte: Robin Brooks, IIF.

Alle prospettive cupe, nel Vecchio Continente si somma la complicazione della frammentazione delle politiche economiche: a Francoforte devono lavorare in fretta alla messa a punto del cosiddetto "scudo anti-spread" per preservare la stabilità finanziaria nell'Eurozona. L'annuncio, debole nella conferenza stampa del 9 giugno, rinforzato nella riunione straordinaria della settimana successiva, ha raffreddato le tensioni ma più passa il tempo e più diventano importanti i dettagli del piano di reinvestimento dei titoli, in quale misura e quali paesi verranno favoriti o danneggiati. Tra le preoccupazioni maggiori c'è la posizione fiscale italiana, i livelli del debito pubblico e gli equilibri politici: da settembre in avanti saremo di fatto in campagna elettorale.

L'altra conseguenza della frammentazione finanziaria nell'Eurozona riguarda le banche e i titoli di debito pubblico che detengono nei bilanci. Una relazione che ebbe conseguenze molto costose nel corso della crisi di dieci anni fa, si era innestato un maledetto circolo vizioso tra l'intensificazione dei timori di default di un paese, il deterioramento dei valori patrimoniali delle banche e la necessità di sostegni pubblici con bilanci fragili. Il credit crunch indeboliva l'economia reale, ulteriormente aggravando le condizioni delle pubbliche finanze.

Le dinamiche dei mercati finanziati non sono però sempre coerenti con l'andamento dell'economia reale: è accaduto con il mercato "toro" del 2020 e nelle brevi fasi "orso" del 1987 e del 2018. Quando il sentiment negativo non è legato a una recessione, e dunque non cambiano le prospettive degli utili, le fasi di correzione tendono a essere di breve durata. Quando invece le correzioni coincidono con una recessione entrano in gioco altre variabili che complicano l'equazione.

Le variabili del nostro scenario che, non dimentichiamolo, è uno scenario di guerra, sono le materie prime, l'evoluzione della loro offerta, l'inflazione: tutto gira attorno a queste grandezze, osservate con scrupolo da banchieri centrali, analisti e gestori.

Leggeri miglioramenti nell'inflazione "core" e, più recentemente, nel prezzo del petrolio, lasciano intravedere la possibilità che il picco dell'inflazione sia prossimo. Pochi giorni fa Christopher J. Waller del Board della Fed si è espresso a favore di un altro aumento di 75 punti base a luglio. I prezzi dei future della parte corta della curva scontano un ciclo di rialzo della Fed di 275 punti base da qui alla fine del 2024 e prezzano un ciclo di rialzo per la Banca Centrale Europea di 250 punti base, un'ipotesi ardita che non tiene conto dell'incertezza sul gas e i rischi di recessione.

Se i banchieri centrali riuscissero nel difficile esercizio di guidare il rialzo dei tassi senza esacerbare il fardello sull'attività economica lo scenario cambierebbe radicalmente. I mercati non scommettono sul successo delle banche centrali ma lo sperano. La speranza "che viene da lontano e inonda col suo canto i tristi cuori", per dirla con Neruda, sprona a non perdersi d'animo.

Gustav Klimt (1862-1918), Speranza II (1907, Museum of Modern Art, New York)

Ma non è certo la speranza la bussola che deve guidare le scelte allocative nei portafogli di investimento, non sono i desideri o le previsioni i consiglieri più affidabili.

Nel suo intervento a palazzo Mezzanotte, facendo sempre riferimento alla protezione costituzionale del risparmio, il presidente della Consob ha presentato l'idea di un possibile portafoglio che "auto-protegga" i risparmiatori dall'inflazione, "una composizione equilibrata tra attività mobiliari e immobiliari, affidando la redditività agli andamenti dell'economia reale".

Gli strumenti sottesi dal professor Savona sono i Pir (Piani Individuali di Risparmio), gli Eltif (European Long Term Investment Funds) o emissioni come il Btp Italia, "condutture" che favoriscono il flusso del carburante-risparmio verso il motore dell'economia costituito dalle imprese.

Nel libero campo delle opinioni non vale il principio di autorità, gli accenni di Paolo Savona alle capacità protettive della proprietà immobiliare sono più controversi. Condivisibili in via di principio: i trust di investimento immobiliare (REIT) sono pool di immobili, quotati in borsa, che producono reddito e che generalmente offrono rendimenti positivi. Ma l'invito si scontra con il principio di realtà, ricordato dallo stesso Savona ("… la caduta di valore dei nostri immobili del 12% …") e confermato dalla performance mediamente negativa dei REIT da inizio anno. Gli immobili inoltre sono in genere già presenti nei patrimoni dei risparmiatori italiani, non sempre nelle forme desiderabili.

Non esistono pasti gratis, non esistono ricette di investimento standard, né classi di attivo che possano essere considerate al sicuro da possibili rovesci.

La discoteca dove lavoravo nelle estati liceali distribuiva alla clientela, attorno a mezzanotte, un piatto di pasta con condimenti piccanti. Era gratis e molto gradita, ma non c'era liberalità in quel beau geste: a quell'ora il primo drink compreso nel prezzo di ingresso era stato consumato, i condimenti piccanti servivano per indurre a ordinare qualcos'altro da bere, pagandolo. Non esistono pranzi gratis neppure negli investimenti, qualsiasi rendimento atteso comporta la sua dose di rischio.

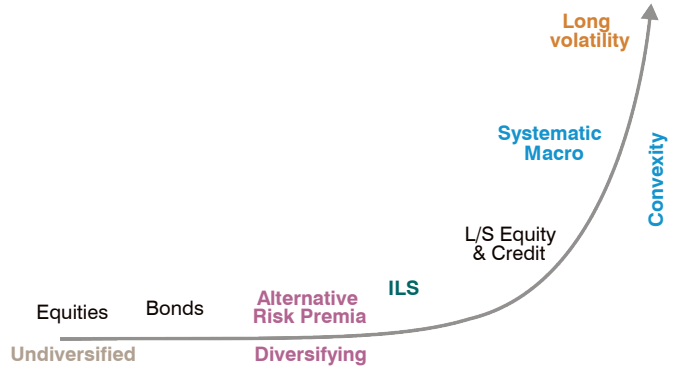
Miseria e Nobiltà (1954) la scena iconica degli spaghetti

Uno studio del 2021[1] ha scomposto i comportamenti delle varie classi di attivo nel corso di otto diversi cicli di inflazione per un periodo complessivo di circa un secolo. Il robusto corredo statistico conferma l'evidenza empirica per cui nelle fasi di inflazione crescente i titoli obbligazionari "Investment Grade" e quelli a più alto rendimento performano peggio. In passato le emissioni indicizzate all'inflazione hanno svolto il loro compito di protezione ma gli autori ricordano la cruciale differenza nei rendimenti, nell'attuale regime i TIPS sono particolarmente costosi.

Nelle fasi di inflazione passata si sono sempre distinte le materie prime che, a loro volta, sono un insieme eterogeneo di attività, la loro capacità di protezione dall'inflazione dipende dalle caratteristiche della singola commodity e dalla fase del ciclo economico. L'alta inflazione chiede un pedaggio anche all'investimento azionario ma, annotano i ricercatori, "negli otto episodi di inflazione [esaminati], le trend-strategies incentrate su azioni, obbligazioni, cambi e materie prime hanno registrato buoni tassi di successo e hanno fornito un significativo livello di protezione". Le trend-strategies tendono però a sottoperformare nei punti di svolta dei cicli economici, un ulteriore argomento a favore della gestione attiva.

I risparmiatori che non abbiano bisogno di liquidità per un certo periodo di tempo e per una certa parte del patrimonio (insieme che dovrebbe comprendere la quasi totalità dei risparmiatori) possono ridurre i rischi di inflazione e di mercato ampliando la diversificazione della parte obbligazionaria del portafoglio alle emissioni legate alle assicurazioni e agli ILS a tasso variabile, le cartolarizzazioni ipotecarie, il debito privato.

Nell'ultimo periodo gli asset dei mercati emergenti hanno cominciato a registrare sovra-performance relative, si tratta di una delle prime classi di attivo ad essere stata investita dai sell-off, potrebbero essere loro a guidare la ripartenza, quando accadrà. Abbiamo sempre raccomandato su queste colonne i vantaggi di un portafoglio equilibrato e ben diversificato e, più recentemente, abbiamo ricordato le insidie della diversificazione tradizionale, alterata dalla correlazione tra azioni e obbligazioni. La diversificazione si estende a tutte le strategie idiosincratiche o a bassa esposizione al beta di mercato, "market neutral", "liquid alternative", multi-asset al desiderato livello di rischio.



Fonte: GAM Investments

Lo abbiamo ricordato la settimana scorsa, cautela non significa rassegnazione, aggiustare il portafoglio non significa stravolgerlo radicalmente, gli spaghetti a mezzanotte non sono mai stati gratis, nella discoteca dei portafogli vanno di pari passo con il rischio e con il tempo, le sole valute buone per acquistare rendimento.

[1] Neville, Henry and Draaisma, Teun and Funnell, Ben and Harvey, Campbell R. and van Hemert, Otto, The Best Strategies for Inflationary Times (May 25, 2021). Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=3813202 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3813202

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.

Copyright © 2022 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati