

L'ULTIMO METRÒ

Il riavvolgimento del nastro delle politiche monetarie non è mai indolore; il 2022 sarà ricordato come l'anno della stretta monetaria più rapida dagli anni Ottanta, ma c'è luce in fondo al tunnel; la determinazione di Powell è come "l'ultimo metrò" del film di Truffaut, gli operatori sembrano credere alla sua determinazione, all'efficacia degli interventi della Fed

La prima ad agire è stata la Riksbank.

Martedì 20 settembre la banca centrale più antica del mondo ha aumentato il tasso ufficiale di un intero punto percentuale, il giorno dopo la Federal Reserve ha consegnato il terzo aumento consecutivo di 75 punti base e ha portato la forchetta dei tassi americani a 3%-3,25%.

Il 22 settembre sono arrivati i 75 punti base della Banca Nazionale Svizzera che mette così fine ai tassi negativi, e i 50 punti base della Banca d'Inghilterra.

Un'ondata di rialzi che, con i radicali cambiamenti nelle strutture economiche globali, prefigura un ambiente del tutto diverso, una "nuova onda" di trasformazioni come quelle che la "Nouvelle Vague" portò nel linguaggio del cinema negli anni Sessanta.

L'ultimo esponente della Nouvelle Vague se ne è andato pochi giorni fa, "esausto dalla vita".

Jean-Luc Godard è stato un innovatore e un punto di riferimento di quel movimento che portò nel cinema la realtà della vita, dei sentimenti, della politica. Fino agli anni Cinquanta il canone prevalente nel cinema era quello americano, schemi convenzionali con la contrapposizione senza sfumature dei buoni e dei cattivi, con spettacolari colpi di scena e lo scontato lieto fine.



Jean-Luc Godard (1930-2022) sul set. Fonte Movieplayer.it.

Stereotipi che agli intellettuali europei stavano stretti. A Parigi un gruppo di giovani cineasti cominciò a ritrovarsi nella rivista di critica cinematografica "Cahiers du cinéma" e a dare forma a critiche, stilemi e nuove idee che avrebbero caratterizzato la Nouvelle Vague.

Quei giovani, François Truffaut, Eric Rohmer, Jean-Luc Godard, Claude Chabrol svilupparono un linguaggio innovativo, contrapposto alla prevedibilità del cinema americano, avevano uno sguardo introspettivo, raccontavano la realtà della vita con riprese lente, all'interno di appartamenti o per le strade, con modesti mezzi economici.



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

La Nouvelle Vague ha trasformato il cinema come oggi la nouvelle vague delle banche centrali prelude all'avvento di un nuovo paradigma con l'uscita dal mondo deflazionistico degli ultimi decenni. Un'occhiata al rendimento del titolo a dieci anni americano, tornato su livelli che non si vedevano da prima della crisi finanziaria globale, mostra la fine della "Grande Onda", la lunga discesa avviata da Paul Volcker nei primi anni Ottanta, e l'avvio di un nuovo ciclo in cui cambia la politica monetaria e cambiano gli equilibri politici, strategici, economici del pianeta.



Treasury 10yrs. Fonte: tradingeconomics.com.

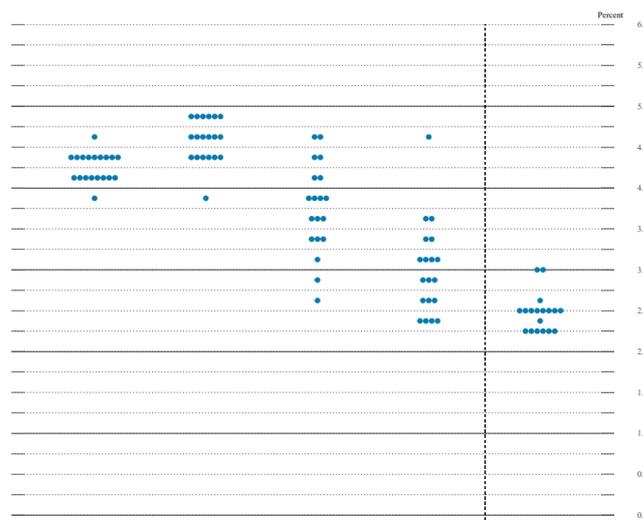
La globalizzazione che abbiamo conosciuto negli ultimi quattro decenni ha coinciso con una lunga fase di deflazione, la politica monetaria ha sostenuto la progressiva apertura dei commerci, il movimento di merci e persone, i processi di "off-shoring" che hanno ottimizzato i costi e tenuto bassa l'inflazione.

Ora però la "Nuova Onda" cambia le prospettive, è in atto un cambiamento potente verso qualcosa di diverso e ancora indefinibile, la pandemia ha mostrato la fragilità delle catene delle forniture industriali globali e la vulnerabilità al rischio geopolitico.

Janet Yellen parla di "friend-shoring", il riavvicinamento delle produzioni in paesi amici, che se da una parte favorisce il controllo e la sicurezza, dall'altra comporta l'aumento dei costi (vedi L'Alpha e il Beta del 21 marzo 2022, "Il nuovo mondo 'just in case'").

Il riavvolgimento del nastro delle politiche monetarie non è indolore, il rendimento della scadenza a due anni americana è passato in un anno da livelli prossimi ai 20 punti al superamento della soglia del 4%, non accadeva dal 2008. È un movimento che genera onde sismiche che si propagano a tutte le classi di attivo, un riprezzamento del tasso di sconto da applicare ai flussi di cassa futuri. Siamo ancora nel mezzo della tempesta perfetta, l'ondata dei rialzi non è terminata.

Il mercato ha reagito male ai settantacinque punti base di aumento negli Stati Uniti, altro che pienamente scontati nei prezzi, i mercati sono stati "agitati e mescolati", ha scritto l'Economist, azioni e obbligazioni sono state piegate dalle nuove proiezioni dei tassi e dalla severità delle parole di Powell.



Le proiezioni dei tassi futuri dei membri del FOMC. Fonte: Federal Reserve.

Le nuove proiezioni mostrano che negli Stati Uniti i tassi saliranno ancora, verso 4,5%-4,75% alla fine del 2023; le stesse proiezioni indicano un aumento della disoccupazione di almeno 0,7% nel corso del prossimo anno.

Le prospettive della recessione e il super-dollaro mettono pressione non solo alle economie emergenti: la banca centrale coreana ha attinto generosamente alle riserve per attutire la caduta del won ma anche la Bank of Japan è intervenuta per sostenere lo yen, prima volta dalla fine degli anni Novanta. In Gran Bretagna l'onda dell'aumento dei tassi si aggiunge alle dinamiche interne, il nuovo governo ha annunciato un forte taglio delle tasse e programmi di spesa a sostegno delle famiglie: la sterlina è crollata a minimi storici contro il dollaro, i rendimenti dei Gilts sono balzati verso l'alto.

Tassi di sconto più elevati costituiscono la maggiore preoccupazione per l'immediato futuro, ne stanno facendo le spese gli asset rischiosi, in modo particolare il settore tecnologico e i mercati emergenti, due componenti importanti della diversificazione dei portafogli di GAM.



Jean Seberg e Jean-Paul Belmondo in una scena del film "Fino all'ultimo respiro", di Jean-Luc Godard (1960)

Ma come Mark Twain anche noi siamo convinti che ha sempre smesso di piovere, la normalizzazione dei tassi d'interesse è dolorosa ma prelude anche al graduale ritorno a condizioni di normalità o, perlomeno, di minore eccezionalità.

La marea della liquidità immessa in questi anni nel mercato dei capitali ha fatto salire tutte le barche, appena dodici mesi fa i junk bond davano rendimenti sotto il 4%, "praticamente qualsiasi rischio sembrava in grado di trovare un finanziamento ragionevole" scrive il Financial Times.

L'aumento dei tassi cambia le prospettive degli investimenti, il rischio dovrà essere valutato con maggiore accuratezza (come sempre si dovrebbe fare e sempre si faceva prima del cloroformio dell'abbondante liquidità).

Il cinema di Godard, Truffaut, Rohmer esclude gli stereotipi, presenta la vita come essa è davvero: costante evoluzione, sorpresa, imprevedibilità. Gli eventi che cambiano i destini dei personaggi sono imprevedibili ma le esperienze e i sentimenti possono essere ancora o condanna. I protagonisti non sono marionette impotenti nelle mani del caso: nel film di Godard, Michel Poiccard va verso l'autodistruzione vivendo la vita fino "All'ultimo respiro", il sangue freddo di Marion Steiner, interpretata da una grandissima Catherine Deneuve nell'Ultimo Metrò di Truffaut, evita il peggio e salva gli altri personaggi, il film termina con gli applausi del pubblico di un teatro.



Catherine Deneuve in un fotogramma del film "L'ultimo metrò" di François Truffaut (1980)

Le cronache finanziarie ricorderanno il 2022 come l'anno della stretta monetaria più rapida (o più violenta, se vista dalla prospettiva delle performance obbligazionarie) dall'epoca di Paul Volcker. Gli operatori e gli investitori non possono prevedere gli eventi o determinarne l'esito ma neppure loro sono marionette impotenti.

È un segnale positivo che il rialzo dei rendimenti nella parte lunga della struttura dei tassi sia dovuto all'aumento dei rendimenti reali e non all'aumento delle aspettative di inflazione che, nel medio periodo, sono in diminuzione.

La determinazione di Powell è "l'ultimo metrò" per gli investitori, i mercati sembrano prendere le parole del capo della Fed al valore facciale, credono alla sua durezza, all'efficacia degli interventi.



Il grafico di Bespoke Investment Group mostra le maggiori perdite in un anno solare subite dai detentori di obbligazioni a dieci anni dal 1961. Il 2022 non è ancora finito ma è già l'anno peggiore per gli investitori obbligazionari da sei decenni a oggi. Fonte: @johnauthers.

In ogni caso, quest'ultima frazione dell'anno resterà complessa e sfidante, per la prima volta dalla Grande Crisi Finanziaria si verificano contemporaneamente una stretta monetaria e una

maggior volatilità, una condizione che esige mente fredda e nervi saldi.

“Il vecchio mondo sta morendo, quello nuovo tarda a comparire e in questo chiaroscuro nascono i mostri” scriveva un intellettuale un po' di anni fa. Il nostro tempo sembra intrappolato in quel “chiaroscuro” che genera mostri ma non siamo privi di speranza.

“Quando tutti hanno sciupato tutto, quando tutto è perduto, ma il giorno si leva e si può almeno respirare?” chiede Carmen morente nelle battute finali di Prénom Carmen.

“Quella si chiama l'aurora, Mademoiselle” le risponde il cameriere.

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.