

NON SARÀ UN PRANZO DI GALA

Dopo anni di denaro facile, l'uscita dalle politiche monetarie ultra-espansive avvia una fase di elevata instabilità. Alle asprezze del nuovo regime dei tassi si uniscono eccezionali turbolenze geopolitiche di cui si dovrà tenere conto nelle decisioni allocative

“Quando quantifichiamo questo meccanismo, le previsioni del nostro modello ci dicono che la crisi in corso avrà effetti negativi ampi e persistenti sull'economia statunitense, di gran lunga superiori alle conseguenze immediate”.

Nel giugno 2020, in piena pandemia, tre economisti americani provarono a tratteggiare le conseguenze economiche del Covid-19. Sulla scorta della letteratura disponibile, impiegando modelli epidemiologici e quelli dell'equilibrio dinamico-stocastico, Julian Kozlowski, Laura Veldkamp e Venky Venkateswaran rappresentarono il cosiddetto “scarring effect”, l'effetto cicatrice, il trascinarsi nel tempo delle conseguenze della crisi. Shock di ampia dimensione modificano in peggio la traiettoria di crescita dell'economia per molto tempo.

I confinamenti fanno cambiare comportamenti a famiglie e imprese, scrivevano i tre economisti, l'apprensione per nuove emergenze determinerà una persistente fiacchezza dell'economia. Nel frattempo si discuteva su come sarebbe stata la ripresa, se a forma di V, di U o di L.

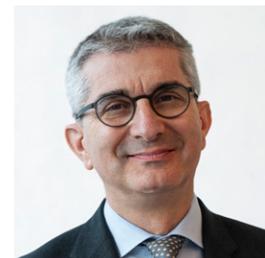
Discussioni simili ci furono anche alla fine della Seconda Guerra Mondiale. Gli economisti temevano una nuova spirale di recessione più o meno simile a quella del decennio precedente, si chiedevano come paesi devastati dal conflitto avrebbero potuto assorbire il rientro alla vita civile delle centinaia di migliaia di uomini di ritorno dal fronte o dalla prigionia. Il timore maggiore era la ripetizione del disastro degli anni Venti, quando i paesi europei furono incapaci di riprendersi dal colpo del primo conflitto mondiale.



Claude Monet (1840-1926) Impression, levar del sole (1872, Musée Marmottan Monet, Parigi). Nell'impressionismo la realtà rappresentata è filtrata dall'occhio dell'artista che dipinge la sua personale percezione: gli alberi, il mare o il cielo assumono colori e sfumature “irreali”

In entrambe le situazioni, la ricostruzione post-bellica e il post-pandemia, le cose sono andate in modo diverso da come si pensava.

Non ci furono intenti punitivi nell'approccio alla ricostruzione dopo la Seconda Guerra Mondiale, gli errori degli anni Trenta furono dispersi nel vento della Storia (almeno fino ad oggi ...), le politiche keynesiane e la cooperazione posero le premesse dello sviluppo dei “Trenta Gloriosi”. Nel post-pandemia non si è verificato nessun effetto cicatrice, se non altro perché non c'è stato il tempo, dopo la formidabile ripresa economica si sono aperte due nuove ferite, l'inflazione e la guerra.



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

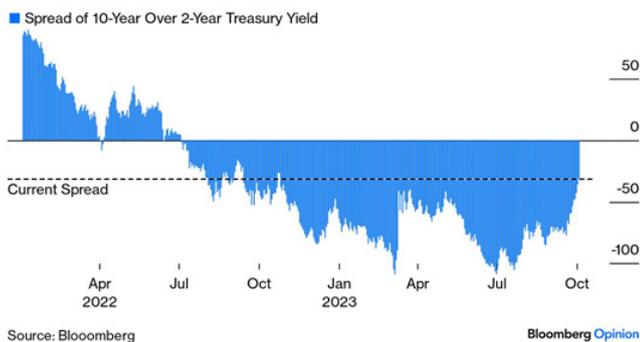
“È nella natura dell’inizio che qualcosa di nuovo cominci senza che lo si possa ricondurre a qualunque cosa sia accaduta in precedenza” scrive Hannah Arendt. È sempre difficile per i contemporanei percepire i grandi mutamenti della Storia che, ai loro occhi, sono soprattutto sequele di notizie di cronaca.

Oggi siamo a un nuovo punto di svolta, la fine del ciclo restrittivo delle banche centrali è fonte di grande incertezza per l’economia e per gli investitori, i rumori delle notizie di cronaca rischiano di nascondere i segnali, quelli di cui tenere conto nelle scelte di investimento per il lungo periodo.

Dopo mesi di rally pressoché ininterrotto, a Wall Street sono arrivati i dubbi e la cautela, la fiducia dei consumatori è scesa per il secondo mese consecutivo, settembre è stato il peggior mese dell’anno per le azioni, lo S&P 500 è stato spinto all’ingiù di quasi il 5% dai venti contrari dello shutdown, del prezzo del petrolio e dell’incertezza sui tassi.

Nei primi giorni del nuovo trimestre lo shutdown è stato evitato o almeno rimandato, il prezzo del petrolio ha cominciato a scendere, resta però l’incertezza sui tassi, il ventaglio di ipotesi e congetture è molto ampio.

La curva si sta de-invertendo o, detta in italiano semplice, sta tornando alla normalità.



L’inversione della curva americana si è molto ridimensionata. Fonte: Bloomberg, Bloomberg Opinion, Points of Return.

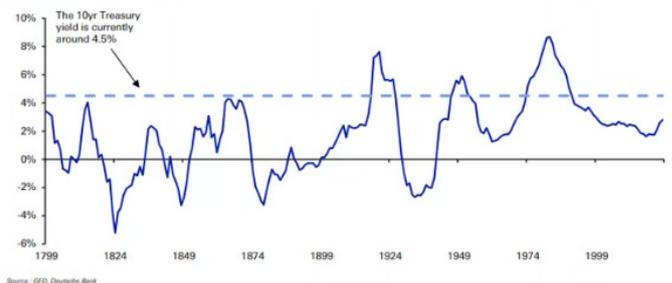
All’inizio dell’estate l’inversione della curva (la condizione innaturale per la quale i rendimenti dei titoli a breve scadenza rendono più di quelli a scadenza più lunga) era di oltre un punto percentuale, in questi giorni la differenza tra il rendimento a due e dieci anni è scesa a meno di trenta punti base. I movimenti di rialzo hanno interessato principalmente i tassi a lungo termine, i tassi a breve si sono assestati nel convincimento che le banche centrali siano arrivate al termine del loro lavoro.

Il rendimento del titolo a due anni è ancora superiore a quello a dieci, la curva ha attenuato, ma non eliminato, l’inversione. La condizione straordinaria dei tassi a zero o negativa è durata talmente a lungo da sembrare la condizione normale, ora è come se il corpaccone del sistema economico stesse risvegliandosi da un lungo sonno e si stirasse i muscoli intorpiditi.

Uno “stiracchiamento” che nella realtà significa volatilità, incertezza e dolore vero per gli obbligazionisti, i 30 punti base di rendimento guadagnati in settembre dal trentennale americano corrispondono a una perdita sul prezzo del 3%. Nel movimento dei prezzi delle obbligazioni non ci sono solo le aspettative su tassi e inflazione: hanno influito anche le vendite cinesi, spiegabili con le condizioni finanziarie interne e con il confronto muscolare con gli Stati Uniti; secondo il Tesoro americano il debito detenuto dalla Cina è passato da 939 miliardi di dollari del 2022 a 821 miliardi. C’è anche, in parte, la paura che gli investitori giapponesi tornino ad acquistare obbligazioni e azioni nazionali finanziando le operazioni con vendite dei Treasury.

Venerdì scorso il dato sull’occupazione negli Stati Uniti ha superato le aspettative, in settembre sono stati creati 336.000 nuovi posti di lavoro.

La reazione immediata è stata da manuale, la paura che un mercato del lavoro robusto possa mantenere una pressione al rialzo sull’inflazione, che a sua volta potrebbe spingere la Federal Reserve a mantenere i tassi di interesse alti per più tempo ha fatto impennare i rendimenti.



Il Treasury a dieci anni è ai livelli più alti degli ultimi sedici anni, un movimento imponente ma, se incastonato nel tempo, non distante dalla media di lungo termine. Fonte: Investopedia, Deutsche Bank.

Nel corso della giornata è emersa una sfumatura sul rapporto del lavoro sorprendentemente forte: la crescita dei salari medi è stata la più lenta dal giugno 2021, un fattore che potrebbe frenare le aziende nell’adeguamento dei listini dei prezzi e potrebbe frenare anche la Fed: l’aumento dei rendimenti è di per sé un fattore di inasprimento delle condizioni finanziarie, la banca centrale potrebbe decidere di saltare il turno anche nella riunione di novembre.

Wall Street ha annullato le perdite ed ha guadagnato oltre l’1%, il rendimento del titolo a due anni, più sensibile alle azioni della Fed, è salito rapidamente dal 5,04% di prima della pubblicazione del rapporto a 5,20% per poi ritracciare a 5,08%.

In questo periodo, più che in tempi ordinari, è importante esercitarsi alla virtù della pazienza: non è una esortazione Zen ma un ammonimento alla pazienza che non perde di vista il lungo termine, che riconosce come sia l’investimento in azioni a difendere e accrescere la ricchezza, nonostante questo regime dei tassi continui a essere un freno al premio al rischio.



Camille Pissarro (1830-1903), "Boulevard Montmartre nella mattina d'inverno" (1897, Metropolitan Museum of Art, New York)

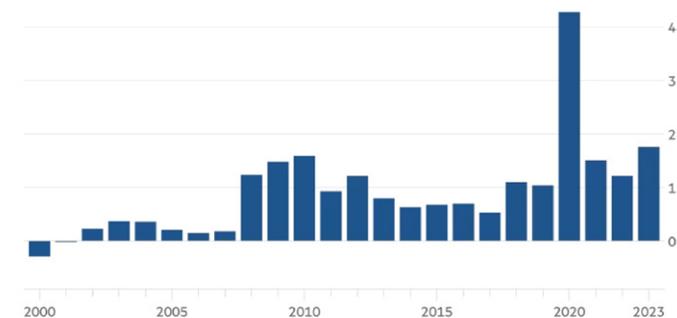
Guardare alle azioni significa tornare a considerare il fenomeno della concentrazione, se ci saranno spunti positivi è probabile che deriveranno dal settore della tecnologia più che da altrove. Gli spiriti animali del mercato girano soprattutto nel settore tecnologico e nell'intelligenza artificiale generativa, saranno ancora le Big Five, o le Big Seven, a condizionare le performance degli indici americani. I sette maggiori titoli dello S&P 500 rappresentano il 28% della sua capitalizzazione di mercato, i primi cinquanta poco più della metà (vedi L'Alpha e il Beta del 29 maggio 2023).

C'è un altro fenomeno che alimenta i rendimenti, i crescenti deficit di bilancio delle maggiori economie occidentali, costrette a compensare minori entrate fiscali con l'aumento delle emissioni di titoli.

Nel corso del 2023 il governo americano ha incrementato le aste dei Treasury ma è una tendenza che riguarda anche i governi europei. L'uscita dal denaro facile, con le banche centrali che alzano i tassi e non assorbono più le emissioni di debito pubblico, mette i governi di fronte al maggior costo di debiti a loro volta dilatati, li costringerà a una sorta di competizione per attirare sottoscrittori.

Net Treasury issuance in 2023 is the second highest on record

Net cash raised (\$tn)



2023 figure is year-to-date

Source: Sifma

© FT

Dopo l'eccezionalità del 2020, le maggiori emissioni del Tesoro americano sono nel 2023. Fonte: Financial Times, Sifma.

Il mese di settembre è stato un richiamo alla realtà, ha ricordato a tutti come "la resistenza del mercato possa essere messa alla prova in qualsiasi momento". L'aumento dei tassi aumenta la pressione sulle posizioni a leva e sui private market, aree poco esplorate ma che hanno caratteristiche sistemiche.

Come la rivoluzione di Mao, anche l'uscita dal Quantitative Easing non sarà un pranzo di gala, le condizioni finanziarie rimarranno volatili, l'incertezza continuerà a essere la caratteristica distintiva del prossimo futuro.

La settimana che comincia oggi sarà impegnativa, verranno pubblicati i dati dell'inflazione negli Stati Uniti e in Cina, il sentiment dei consumatori americani, i verbali della Federal Reserve. Lo scenario si complica ulteriormente con la trepidazione per quanto sta accadendo in Medio Oriente, gli analisti si stanno interrogando sulle conseguenze delle bombe in Israele le cui eco arrivano a Teheran e Mosca.

In questo scenario così cangiante, la più ampia diversificazione dei portafogli e l'adozione di strategie di investimento attive, prudenti e flessibili restano i migliori antidoti all'incertezza.

Attive perché la concentrazione delle performance nel settore tecnologico esige un supplemento di valutazioni critiche, prudenti perché la gran parte degli strumenti finanziari sono sensibili al movimento dei tassi, flessibili perché scenari dominati dalle vicende geopolitiche esigono elevata capacità adattiva.

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.