

EN ATTENDANT PIVOT

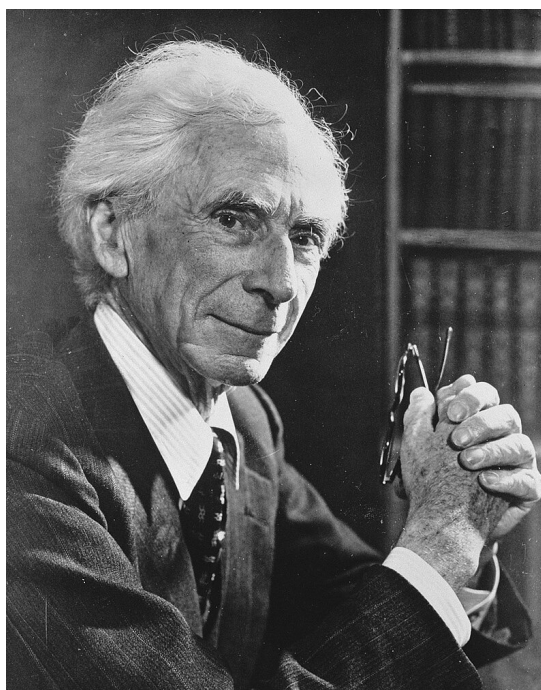
I dati sull'occupazione negli Stati Uniti hanno raffreddato le attese di un vicino taglio dei tassi da parte della Federal Reserve. La discesa dell'inflazione prosegue ma non è detto che sia lineare, i banchieri centrali sembrano timorosi nel dichiarare la fine della lotta all'inflazione, riluttanti nel tagliare i tassi troppo presto

Sulle piattaforme televisive è disponibile il film "Zero Dark Thirty", la storia di come i servizi segreti americani riuscirono a individuare e colpire il rifugio di Osama bin Laden con un lavoro paziente e sotterraneo durato dieci anni.

C'è una scena, nel film, in cui il direttore della CIA chiede ai suoi analisti di confermarli che la localizzazione del rifugio sia corretta. Soprattutto, vuole sapere se nel compound di Abbottabad ci sia davvero il capo di Al Qaeda.

Alla domanda diretta, "voglio sapere se c'è o non c'è", il capo degli analisti risponde che ci sono forti probabilità che bin Laden sia presente ma non può dare nessuna certezza. La scena è una ricostruzione fedele di ciò che è accaduto nella realtà, i resoconti delle riunioni del presidente Obama con i suoi consiglieri confermano che la decisione di attaccare venne presa sulla base di possibilità e nessuna certezza. Le probabilità di trovare bin Laden nel compound andavano dal sessanta all'ottanta per cento, la stima più bassa era del quaranta per cento.

Anche il successo della missione era tutt'altro che scontato, uno dei militari che prese parte all'attacco racconta che lui e i suoi compagni valutavano le probabilità di tornare a casa vivi al cinquanta per cento.



Bertrand Russell (1872-1970) è tranchant, "La causa principale dei problemi è che nel mondo moderno gli idioti sono sicuri di sé, mentre gli intelligenti sono pieni di dubbi". Fonte: Wikipedia.

Nell'esperienza quotidiana, per fortuna molto meno drammatica, si è costantemente alle prese con decisioni che solo raramente sono assunte sulla base di informazioni certe. Viviamo in un mondo probabilistico eppure, nonostante la nostra dimensione esistenziale sia l'incertezza, non ci rassegniamo, l'accuratezza non ci basta, vogliamo certezze.



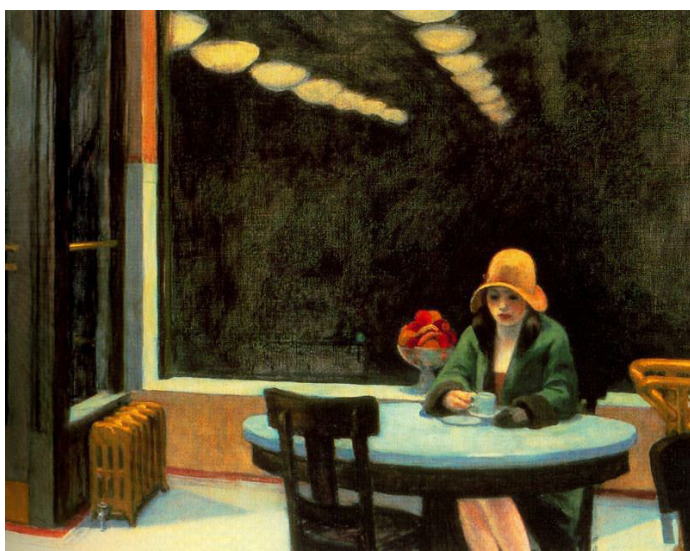
Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Bin Laden è presente nel compound di Abbottabad, sì o no? Questo titolo, o quello strumento di investimento, è buono o no? Domande diverse (e dalle conseguenze molto diverse!) le cui risposte hanno in comune buone misure di sfumature, distinguo e, appunto, suggerimenti probabilistici.

Su quanto sia intelligente avere certezze è noto l'aforisma di Bertrand Russell, da una parte gli stupidi, dall'altra i perspicaci.

Russell è categorico ma, come tutti gli aforismi, anche il suo contiene esagerazioni e non va preso alla lettera, a cominciare dalla sua perentorietà. Molte persone intelligenti, ad esempio, sono assolutamente certe che la Terra sia tonda e sono altrettanto certe di quale sia il gruppo di appartenenza di coloro che, al contrario, pensano che la Terra sia piatta.

Semmai, il filosofo gallese mette in guardia dall'eccesso di certezze e dagli eccessi di sicurezza che, in un mondo probabilistico, si rivelano un pericoloso errore. Il dubbio, al contrario, contempla la possibilità dell'evento sorprendente, alimenta la ricerca di soluzioni alternative.



Edward Hopper (1882-1967), "Automat" (1927, Des Moines Art Center). Hopper è il pittore della solitudine e dell'attesa. Fonte: Wikipedia.

Nella riunione della settimana scorsa la Federal Reserve non ha modificato il livello dei tassi dei fondi federali, rimasti nell'intervallo del 5,25-5,5%. La mossa era ampiamente attesa e non ha scalfito i mercati, l'appuntamento con il pivot della Federal Reserve è rimandato più avanti.

Nella conferenza stampa Powell ha attutito gli entusiasmi: ha riconosciuto che l'inflazione stia scendendo verso il fatidico 2% e ha esplicitamente ammesso l'ipotesi che nel prossimo futuro la politica monetaria viri all'allentamento, è però rimasto reticente sui tempi. Mentre Powell parlava, le probabilità di un taglio a marzo rimbalzavano al di sopra e al di sotto di 50, gli operatori scrutavano ogni parola cercando di decifrare tutte le sfumature del suo discorso la cui sostanza, in breve, è che la Fed ritiene sia troppo presto per tagliare.

Questa volta gli esegeti non hanno avuto il tempo di mettere a punto le interpretazioni e rimodulare le aspettative, i dati sull'occupazione pubblicati venerdì hanno spazzato via la possibilità di un taglio dei tassi di interesse a marzo. I nuovi posti di lavoro creati in gennaio sono stati 353.000, quasi il doppio delle previsioni. Anche al netto della stagionalità, sono numeri che meritano attenzione, sono stati rivisti al rialzo anche i dati di dicembre e di novembre, la retribuzione oraria media è cresciuta di oltre il 4,5%.

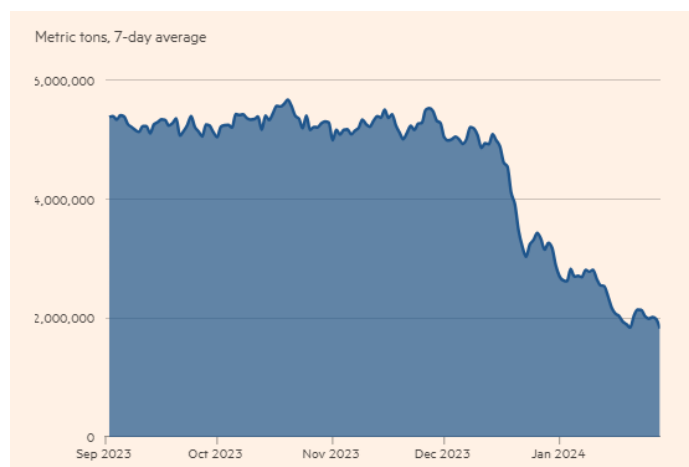
La reazione dei mercati è stata immediata, il titolo a dieci anni è tornato sopra il 4%, la scadenza a due anni, più sensibile alle aspettative sui tassi, è salita oltre il 4,3%. Venerdì scorso lo S&P 500 ha messo a segno un incremento di oltre un punto percentuale, la delusione per il cambio di aspettative sui tassi è stata ampiamente compensata dai risultati delle società della tecnologia.

Dodici mesi fa eravamo alle prese con una sorpresa simile. I posti di lavoro creati nel gennaio 2023 furono 517.000 contro un'attesa di 185.000. Fu un primo segnale di come la recessione più attesa della storia non fosse dietro l'angolo. Eppure, quel dato sorprendente non cambiò la narrazione dei mercati, nel corso dell'anno l'inflazione ha continuato a diminuire e a metà anno, in luglio, la Federal Reserve dispose l'ultimo aumento dei tassi portandoli al livello attuale.

Non sappiamo se andrà come lo scorso anno, sappiamo però che nei prossimi mesi il mercato del lavoro e l'inflazione salariale saranno ancora determinanti.

Rispetto al 2023, inoltre, sono aumentati i focolai di tensione: Powell, come Lagarde e Bailey, ha ricordato la possibilità di rialzi dell'inflazione causati dalle interruzioni del traffico marittimo nel Mar Rosso o da possibili sorprese dal lato della politica.

I banchieri centrali si stanno muovendo con estrema circospezione, sembrano riluttanti a dichiarare finita la lotta contro l'inflazione ed è probabile, lo scriveva L'Alpha e il Beta poche settimane fa, che l'ultimo miglio prima di vedere i prezzi muoversi alla velocità di circa il 2% annuo potrebbe essere più faticoso e accidentato.



Fortemente ridotti i volumi di transito nello stretto di Bab el-Mandeb, il punto di accesso al Mar Rosso dal Golfo di Aden. Fonte: Financial Times, PortWatch IMF.

Se a favore di un allentamento della Fed gioca il ciclo elettorale, sull'altro piatto della bilancia c'è la questione della reputazione, gli errori del passato consigliano un atteggiamento di attesa, meglio aspettare che essere costretti a rivedere le proprie decisioni.

La parte piena del bicchiere sono gli utili societari che sembrano segnare il superamento della "recessione degli utili". Il bel tempo nei listini riguarda principalmente la tecnologia ma gli altri settori, ancora indietro, sono favoriti dalle probabilità (rieccole!) dell'atterraggio morbido, dal raffreddamento dell'inflazione e dalla prospettiva del cambio della politica monetaria.

A differenza del Godot di Beckett, i tagli dei tassi arriveranno ma l'imprevedibilità delle dinamiche dell'economia, dell'inflazione e delle azioni delle banche centrali suggerisce atteggiamenti sorvegliati.



Edward Hopper (1882-1967), "Compartment C, Car 293" (1938, IBM Corporation, Armonk, New York). Fonte: Artchive.

Non c'è motivo per non approfittare del momentum favorevole, scrivevamo la settimana scorsa, purché si abbia contezza della fragilità dello scenario nel quale acquista valore la gestione attiva, la selezione dei settori e dei singoli titoli.

In un contesto di condizioni finanziarie severe, la preferenza è per società dalle solide basi finanziarie, basso indebitamento e riserve di liquidità. Nella diversificazione dei portafogli multi-asset trovano posto i titoli governativi e del credito; i Treasury, in particolare, costituiscono il porto sicuro, la protezione dagli imprevisti che non si possono prevedere ma dai quali bisogna guardarsi.

Una strategia che attenua il rischio della direzionalità dei tassi è quella delle obbligazioni assicurative, i "Catastrophe Bond" ("Cat Bond"). La loro remunerazione non è agganciata al movimento dei tassi ma al rischio assicurativo, catastrofi ed eventi naturali estremi, che le compagnie di assicurazione o ri-assicurazione riversano sul mercato dei capitali. I Cat bond presentano bassa correlazione con la gran parte delle altre asset class, al momento hanno spread elevati rispetto agli standard storici e, annota Ralph Gasser di GAM Investments, "si ritiene che rimarranno elevati anche nel prossimo futuro, il fattore chiave è lo squilibrio tra domanda e offerta".

"Shall we go?", andiamo? esorta Estragone nelle battute finali di Aspettando Godot.

"Sì, andiamo" gli risponde Vladimiro. L'annotazione teatrale indica "non si muovono", dopodiché cala il sipario, i due protagonisti aspetteranno ancora. La recensione più celebre del lavoro di Beckett è probabilmente quella del critico letterario irlandese Vivian Mercier che, in un articolo del 1956, scrisse "una commedia in cui non accade nulla, per due volte".

Capita che anche nei mercati finanziari vada in scena il teatro dell'assurdo ma questa volta, nella nostra commedia, i tagli dei tassi arriveranno, è solo questione di tempo.

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.