

STORIE DI DIVERSIFICAZIONE

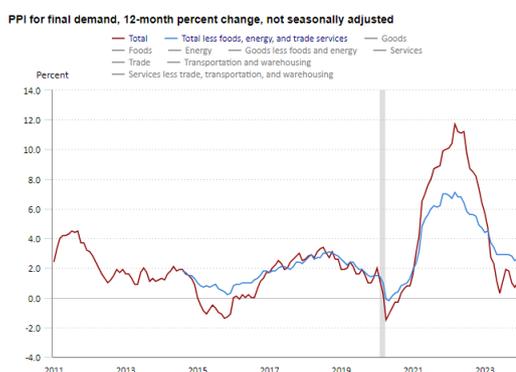
Dopo gli ultimi dati sull'inflazione i mercati hanno aggiustato le prospettive, il vero rischio è quello delle possibili sorprese dell'inflazione e dei tassi, fino a quando l'economia americana avanzerà con questi ritmi, la Federal Reserve non avrà fretta nel tagliare ma la narrativa prevalente richiede un forte atto di fede sull'economia americana

Alimentati dai costi dei servizi, i prezzi alla produzione negli Stati Uniti sono stati più alti del previsto.

L'incremento fa seguito a quello dei prezzi al consumo, a sua volta sopra le attese, mette in evidenza la natura vischiosa dell'inflazione e complica ulteriormente il quadro generale. Sbiadisce l'idea che l'inflazione in calo fosse incentivo per la Fed a procedere prestamente con il taglio dei tassi, i mercati sono costretti a ridimensionare le aspettative e i prezzi.

Hanno deluso anche le vendite al dettaglio, diminuite più del previsto (-0,8%), ma lo stato di salute complessivo dell'economia americana resta rassicurante. Sono saliti gli indici che misurano l'attività manifatturiera: l'"Empire State", rilevato dalla Fed di New York, e il "Philly Fed" della Fed di Philadelphia che ha messo a segno la prima lettura positiva dallo scorso agosto.

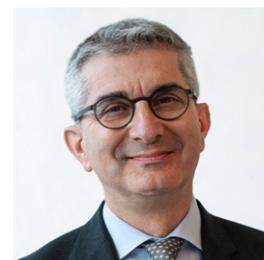
Continua, soprattutto, la crescita della fiducia dei consumatori, l'Indice dell'Università dei Michigan è salito a 79,6 rispetto al precedente 79, un incremento modesto che però prosegue un filotto di aumenti consecutivi. In un anno elettorale, la fiducia dei consumatori e le condizioni finanziarie sono fattori importanti nelle scelte degli elettori, i risultati dell'economia sono sempre centrali nelle campagne elettorali americane.



Indice dei prezzi alla produzione. Cambiamento annuale, non stagionalmente aggiustato. Fonte: US Bureau of Labor Statistics.

I mercati aggiustano le prospettive sul momento del pivot e sulla sua intensità, non si parla più di sei o sette interventi ma, più realisticamente, tre o quattro. Il dollaro si è rafforzato e il Treasury è salito verso 4,30% prima di ritracciare leggermente.

A dire il vero, il movimento di repricing era già in corso, salutare effetto del ritorno al realismo dopo gli eccessi di entusiasmo dell'ultima parte del 2023. Con queste performance economiche la Fed non ha fretta di tagliare e, in ogni caso, la storia degli ultimi vent'anni suggerisce che se le cose dovessero mettersi male la Fed sarebbe pronta a intervenire. L'eredità di Greenspan, la Fed put, non è mai stata davvero abbandonata.



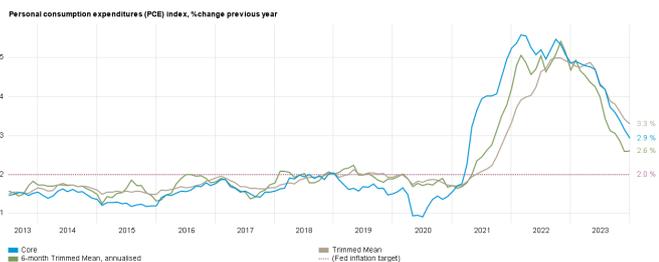
Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Certo, nel 2022, con lo S&P 500 in caduta libera da 4.800 a 3.600, Powell continuava a ripetere il mantra che la priorità era l'inflazione, che la recessione sarebbe stata dolorosa e inevitabile, che i mercati finanziari avrebbero dovuto sopportare la loro dose di dispiacere.

Ma ora che le falle nelle catene della fornitura sono state riparate, torna a bilanciarsi il peso tra i due obiettivi della Federal Reserve, stabilità dei prezzi e occupazione; il 2024 sembra segnare un avanzamento nel graduale riassorbimento delle eccezionalità del recente passato.



I titoli del Tesoro USA tornano a svolgere la loro funzione protettiva. Fonte: GAM Investments, Thomson Reuters, RIMES, Hedge Funds Research.



Indice dei prezzi al consumo negli USA. PCE. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

Il vero rischio con cui fare i conti è quello posto dalle possibili sorprese dell'inflazione e dei tassi, fino a quando l'economia americana avanzerà con questi ritmi, la Federal Reserve non avvertirà alcuna premura nell'invertire la politica monetaria, giovedì scorso il presidente della Fed di Atlanta Raphael Bostic si è detto non convinto che l'inflazione si stia dirigendo con sicurezza verso l'obiettivo del 2%.

D'altro canto, la narrativa di mercato prevalente richiede un forte atto di fede sull'economia americana, né troppo calda né troppo fredda, che la Federal Reserve mantenga l'impegno dei tagli, che non si verifichino seri rallentamenti nell'economia. Potrebbe accadere e, parimenti, potrebbe non accadere.

Le buone ragioni per credere allo scenario favorevole sono nella forza dell'economia americana che abbiamo ricordato sopra, storicamente però, gli scenari "goldilocks", riccioli d'oro, sono stati immaginati più spesso di quanto si siano davvero realizzati, il più delle volte qualcosa si inceppa, qualcos'altro sfugge alle previsioni, capita qualche imprevisto e alla fine le aspettative si trasformano in delusioni.

Il rischio è la moneta che compra rendimento, l'attività di gestione, e l'attività della pianificazione finanziaria, consistono principalmente nella diversificazione intelligente delle fonti di rischio. L'appuntamento con la recessione non è saltato, con molta probabilità è solo rinviato, la prospettiva per la seconda metà dell'anno è il rallentamento dell'attività economica, i morsi della stretta monetaria arriveranno al sistema economico, nel corso dell'anno si esaurirà anche il risparmio forzoso delle famiglie americane, peraltro concentrato nelle fasce alte del reddito, le forze di lungo termine peseranno sulla crescita e sul tasso reale dei rendimenti.

A questi livelli di rendimento, lo abbiamo ricordato più volte su queste colonne, le obbligazioni sono tornate a svolgere la loro funzione di protezione del capitale

Un sotto-settore del mercato obbligazionario con il quale estendere la diversificazione del portafoglio è quello delle cartolarizzazioni ipotecarie. Sedici anni fa, l'utilizzo spregiudicato delle cartolarizzazioni fu l'innescò della Grande Crisi Finanziaria ma da allora è cambiato tutto, i volumi sono triplicati, negli Stati Uniti le cartolarizzazioni valgono quasi undici trilioni di dollari, il secondo mercato più liquido dopo quello dei Treasury.

Le cartolarizzazioni ipotecarie (Mortgage-Backed Securities, MBS) sono la linfa vitale del mercato immobiliare, sono lo strumento con cui le istituzioni finanziarie diminuiscono il rischio raggruppando i mutui erogati in titoli che vengono collocati nei mercati finanziari. Esistono cartolarizzazioni garantite dalle agenzie governative ("agency") e ci sono cartolarizzazioni "non agency", ovvero titoli non garantiti emessi da istituzioni finanziarie private. Le emissioni si suddividono in termini di seniority, per soddisfare le diverse propensioni al rischio di credito degli investitori, e in termini di caratteristiche del sottostante, se si tratta cioè di ipoteche residenziali (che costituiscono la gran parte del mercato) o commerciali. Sono caratteristiche che consentono di diversificare il rischio sia a monte, presso gli istituti finanziari erogatori, che a valle, nei portafogli dei risparmiatori.

In questo particolare momento del ciclo economico, le obbligazioni MBS mostrano alcuni aspetti interessanti.

Superati gli scossoni che i tassi hanno imposto al settore immobiliare, la costruzione di nuove abitazioni a uso residenziale è tornata a crescere ma non è ancora sufficiente a soddisfare la domanda. Secondo Tom Mansley di GAM Investments è ragionevole attendersi "un forte sostegno ai prezzi delle case anche in caso di una sostanziale recessione economica". Lo scenario probabile di medio periodo è quello di un moderato calo dei tassi ipotecari e una stabilizzazione dei prezzi.

Un segmento delle cartolarizzazioni ipotecarie di particolare interesse, in questa fase, è quello dei titoli senior, emissioni che occupano la parte più alta della struttura del capitale garantite dai mutui più vecchi e in fase di esaurimento. I titolari di questi mutui ne hanno già rimborsato buona parte e hanno tutto l'interesse a continuare a farlo, anche in condizioni di eventuale stress finanziario. Nell'eventualità di un calo dei prezzi delle case o di recessione, questo segmento è strutturalmente più protetto dal rischio di insolvenza rispetto ai mutui erogati più recentemente.

Le prospettive delle cartolarizzazioni sono favorite da almeno tre fattori:

1. gli spread sono favorevoli, consentono di realizzare plusvalenze oltre al “carry”; uno dei principali catalizzatori del restringimento degli spread sarà la diminuzione dell’offerta di MBS residenziali di nuova emissione in un contesto di tassi elevati;
2. i prestiti ipotecari sottostanti alle emissioni “senior” sono solidi: i mutui ipotecari che risalgono a prima del 2009 hanno registrato negli ultimi anni una forte rivalutazione dei prezzi delle case, l’aumento del valore patrimoniale dell’abitazione sottostante migliora la performance dei mutui riducendo i livelli di morosità;
3. le attuali condizioni economiche sono caratterizzate da bassa disoccupazione, basso indebitamento delle famiglie, alto livello di risparmio; condizioni che supportano l’affidabilità creditizia dei titoli.

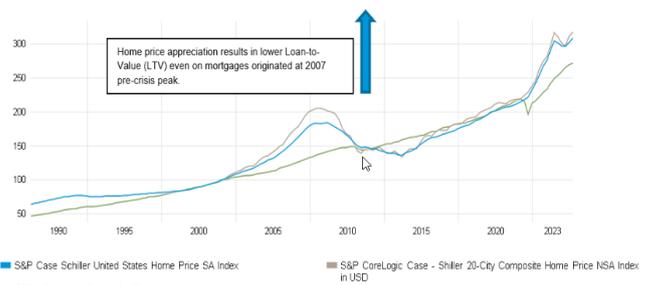


Gli spread dei Legacy Residential Mortgage-Backed Securities (RMBS) sono prossimi all’estremità più ampia rispetto alla loro storia. Fonte: GAM Investments, TRACE, Wells Fargo Securities.

Le strategie specializzate in questo comparto attenuano il rischio di credito effettivo detenendo titoli il cui sottostante è costituito dai mutui più vecchi, di rango “senior”.

I gestori di portafoglio e i pianificatori di soluzioni finanziarie prestano costante attenzione agli scenari, si interrogano sui possibili effetti sui portafogli dei cambiamenti nelle politiche economiche, delle condizioni dell’economia globale, degli eventuali incidenti geopolitici.

Anche il mercato delle obbligazioni MBS è naturalmente sensibile alle dinamiche dei tassi, in questo momento però, l’ampiezza degli spread è superiore a quella dei titoli societari di pari scadenza e crea adeguati margini di sicurezza.



L’aumento del valore patrimoniale delle case migliora la performance dei mutui, riduce i livelli di morosità, aumenta i livelli di recupero in caso di insolvenza. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

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.