

L'ALPHA E IL BETA

3 aprile 2017

L'ottimismo della volontà, il pessimismo della ragione

I mercati obbligazionari non sembrano condividere l'ottimismo dei listini, più preoccupati del rischio di eccesso di compiacenza

Il rapporto tra politica e finanza è tutt'altro che nuovo, risale almeno ai tempi della Rivoluzione Francese quando la bancarotta della Compagnia del Mississippi bruciò i risparmi di migliaia di parigini, ricchi e meno ricchi.

La promessa dei lauti profitti derivanti dallo sfruttamento dei possedimenti francesi in terra d'America allettò migliaia di persone che alla fine si ritrovarono in schietta povertà. In termini moderni diremmo che la Compagnia del Mississippi, poi ribattezzata Compagnia delle Indie, venne realizzata per reflazionare la stremata economia francese nel XVIII secolo, una specie di antenato del Quantitative Easing.

L'ingegnoso schema, messo a punto dallo scozzese John Law, saltò in aria per la classica corsa agli sportelli, la crisi economica generò nuovi poveri e cominciò a incubare il virus della rivoluzione.



Certificato azionario della Compagnia del Mississippi, schema di investimento messo a punto dallo scozzese John Law (1671 - 1729)

Economia e politica sono valve della medesima conchiglia, sono le istituzioni e le norme a definire qualità e modalità dello sviluppo economico. Negli anni Settanta gli economisti sovietici erano davvero convinti della superiorità del loro sistema pianificato. “Sono stato nel futuro e ho visto che funziona” aveva detto l'americano Steffens, entusiasta del suo viaggio nella Russia rivoluzionaria.

Tra la visita in Russia di Lincoln Steffens nel 1928 e il 1960, il PIL sovietico era aumentato del 6% all'anno, un tasso di crescita eccezionale, conseguito a dispetto dell'arretratezza e dell'inefficienza allocativa delle risorse. Un progresso che aveva impressionato gli osservatori occidentali, sorpresi anche dal lancio in orbita della capsula Sputnik con a bordo il primo animale, la cagnolina Laika e pochi anni dopo, nel 1961, il primo uomo, Yuri Gagarin.

Nel suo celebre manuale di economia, Paul Samuelson scrisse che l'Unione Sovietica avrebbe superato gli Stati Uniti nel 1987 o, al più tardi, dieci anni dopo. Nell'edizione del 1980 la previsione era confermata, spostata al 2002 e al 2012. Solo negli anni '80 si comprese che la potenza sovietica appoggiava su piedi d'argilla.

Oggi sappiamo, grazie alla ricerca accademica e all'evidenza empirica, che sistemi economici sani prosperano all'interno di istituzioni democratiche e inclusive. A sua volta la politica ha bisogno di sistemi economici stabili, che l'attività del credito e la compravendita di titoli mobiliari si svolgano nella certezza del diritto. La politica dunque eccita gli spiriti animali dell'economia e della finanza eppure, in mercati finanziari sempre più integrati, è necessaria più attenzione che in passato, gli investitori sono in grado di trasferire velocemente i propri investimenti da un paese all'altro. Dopotutto i capitali cercano la maggiore remunerazione al minor rischio o al rischio ritenuto più tollerabile e lo fanno con estrema rapidità. Ad esempio hanno diminuito l'esposizione alla Turchia, per la svolta autoritaria del governo, continuano a dare fiducia al Messico nonostante l'ostilità dichiarata del potente vicino.

La parola chiave della politica 2.0 è 'governance globale', le risposte nazionali si rivelano inadeguate per fronteggiare problemi complessi e interdipendenti.

“C’è bisogno di regole globali, accordi globali, istituzioni globali” scrive Dani Rodrik, l’economista che ha formulato il “trilemma” secondo cui è impossibile per i moderni sistemi politici conservare la democrazia e nello stesso tempo garantire la sovranità nazionale e la partecipazione ai vantaggi economici della globalizzazione. Se vuole partecipare all’integrazione economica internazionale e garantire prosperità economica, lo Stato-nazione deve necessariamente cedere il passo a organismi sovranazionali, ad accordi commerciali globali.

Sono almeno vent’anni che i governi dibattono sui livelli di apertura internazionale per continuare a garantire benessere ai propri concittadini, misurano i pro e i contro dell’allentamento delle barriere agli scambi e sono comunque in ritardo rispetto al progresso digitale che rende persone e capitali sempre più prossimi, il mondo sempre più piccolo.

Economia e politica continuano a parlare, come ai tempi della Compagnia delle Indie, ma non sempre si capiscono.

Quando Barack Obama vinse le elezioni nove anni fa, un editoriale avanzava la previsione che la nuova presidenza avrebbe “ucciso la borsa”.



Fonte: Wall Street Journal 06.03.2009

“Il radicalismo di Obama sta uccidendo il Dow” titolava il Wall Street Journal, meritando la nomination alla rubrica “le ultime parole famose”. Uscì il 6 marzo 2009, tre giorni prima dell’avvio di una fase di crescita che non si è ancora interrotta, poche settimane fa abbiamo celebrato l’ottavo anniversario di un eccezionale mercato in crescita.

Fino ad oggi le minacce all’ottimismo del mercato si sono rivelate ferite superficiali: i dubbi sulla crescita cinese di inizio 2016, il referendum inglese, le stesse elezioni americane. I mercati hanno guardato con olimpica indifferenza alle sorprese della politica concentrandosi piuttosto sulla ripresa economica e sulle positive prospettive degli utili aziendali.

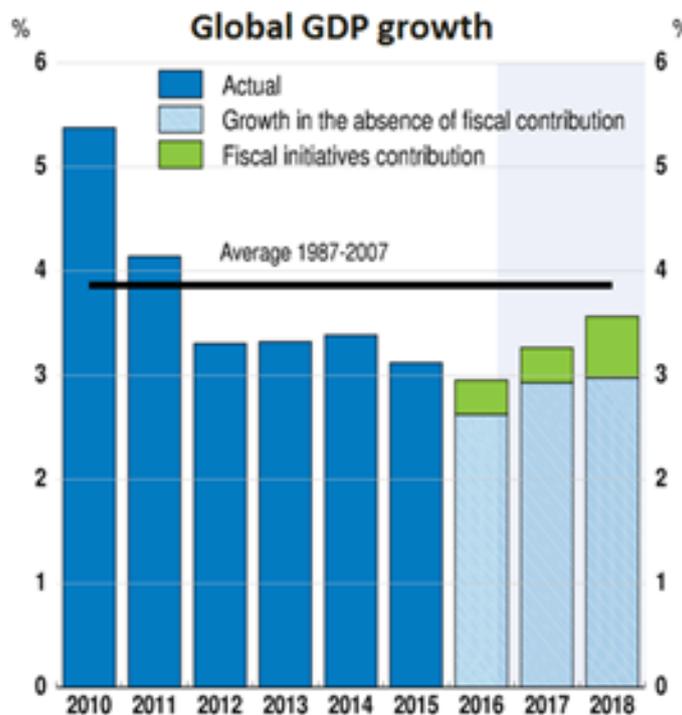
Eppure, pochi giorni fa, ancora il Wall Street Journal titolava più o meno come nel 2009, “Perché sotto Trump il mercato potrebbe morire”.

A distanza di pochi mesi dall’insediamento, le mosse della nuova presidenza sono ancora avvolte dall’incertezza, il discorso al Congresso del 28 febbraio è stato presidenziale nei toni quanto vago nei contenuti, l’incapacità nel non aver creato una rete di consenso al Congresso ha sancito il fallimento della riforma sanitaria. Ma i mercati azionari sembrano solo più cauti nel prendere Trump al valore facciale, le aspettative positive sugli utili restano preponderanti.

Il mercato del lavoro corrobora un quadro positivo, il tasso di disoccupazione ufficiale è a 4,7%, le paghe orarie sono cresciute del 2,8% su base annua, la crescita è rivista al rialzo, +2,1% da +1,9%, la fiducia dei consumatori è al massimo dal 2001.

Da mesi è in corso un braccio di ferro tra Trump e la banca centrale, il nuovo inquilino della Casa Bianca non vuole ostacoli da tassi alti e dollaro forte. Il rafforzamento del biglietto verde renderebbe più difficile la vendita all’estero di prodotti americani e, parimenti, diventerebbero più convenienti i prodotti importati. In altre parole, il dollaro forte indebolisce le esportazioni e favorisce le importazioni, esattamente l’opposto degli obiettivi del governo. Anche per questa ragione Janet Yellen ha molto insistito sulla “gradualità” degli interventi della banca centrale sui tassi ufficiali.

Dal canto loro, i banchieri centrali temono di essere sorpresi “dietro la curva” da un’accelerazione dei prezzi. La crescita globale accelera, grazie al crescente contributo delle politiche fiscali pur restando al di sotto del potenziale e della media di prima del 2007.



In verde il contributo alla crescita degli stimoli fiscali. Fonte OECD Interim Economic Outlook, March 2017.

E' una crescita convincente e fragile, esposta ai rischi puntigliosamente elencati dall'OECD nell'ultimo documento di analisi di scenario: sconnessione tra mercati finanziari ed economia reale, potenziale volatilità dei mercati, disuguaglianze pronunciate e, naturalmente, il rischio politico, che non può uscire dall'equazione nonostante quanto accaduto nel 2016.

Mentre le borse guardano ai dati di crescita in relativo, gli investitori obbligazionari sembrano più attenti agli elementi di criticità e mandano segnali diversi. Ai massimi azionari fanno da contrappunto il titolo decennale americano attorno a 2,5% e quello tedesco a 0,4%, rendimenti che non rivelano entusiasmo, piuttosto una specie di pessimismo della ragione opposto all'ottimismo della volontà o, meglio, della narrazione dei mercati azionari.

Gli investitori obbligazionari non condividono l'ottimismo sull'efficacia di lungo periodo delle misure annunciate, sembrano più preoccupati del rischio di eccesso di compiacenza che sembra ignorare la bassa produttività e la contrazione della forza lavoro, le due grandi incognite del prossimo futuro.

Il tasso forward reale del Treasury dieci anni a dieci anni, con inflazione di lungo termine del 2%, è attorno a 1,6%, la struttura dei rendimenti americani tende all'appiattimento, non sono segnali di grande ottimismo sulle prospettive future dell'attività economica.

Ma presagire che ci sarà una correzione non è più rischioso che affermare che il prossimo 21 agosto si verificherà una eccezionale eclissi solare.

Sarà un evento straordinario, il cono d'ombra totale potrà essere osservato nella sua pienezza soprattutto nelle zone a nord del continente americano. Magari qualcuno fa in tempo a ripianificare le vacanze per essere il 21 agosto dalle parti del deserto del Mojave, o del parco nazionale di Yosemite.

Ma sapere che il 21 agosto ci sarà un'eclissi totale non significa conoscere cosa accadrà fino allora. Affermare che si verificherà il ritorno alla media, e si verificherà, proprio come l'eclissi, non aiuta, non sappiamo quando accadrà né quale sarà la sua ampiezza.

Non sappiamo se i mercati continueranno a leggere uno spartito diverso da quello della politica, come nel 2016, o se i prossimi tornanti elettorali in Europa ripristineranno la vecchia regola della volatilità generata dall'incertezza politica.

Prima delle elezioni americane le borse salivano perché scontavano la vittoria di Hillary Clinton, hanno continuato a crescere, accelerando, dopo l'affermazione di Donald Trump. I mercati non sono indicatori affidabili di ciò che accade davvero nel mondo, si alimentano di aspettative, eppure non hanno nessuna idea di ciò che accadrà.

Meglio tenerlo a mente, mentre continuiamo ad approfittare del momentum positivo.

Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.



www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento rappresentano la situazione congiunturale attuale e possono subire cambiamenti. GAM non è parte del Gruppo Julius Baer.