

# L'ALPHA E IL BETA

8 maggio 2017

## Sincronismi e asimmetrie

**La sincronia dell'attività economica globale spiega l'asimmetria tra incertezza politica e buone performance dei listini. C'è ancora carburante nel serbatoio della reflazione globale**

Se fossimo in un gioco televisivo, e dovessimo trovare parole da associare ai fenomeni tra loro molto diversi che si stanno dipanando in questa prima parte dell'anno, potremmo azzardare di rispondere con 'sincronia' e 'asimmetria'.

In linguistica, il concetto di sincronia fu introdotto dal glottologo Ferdinand de Saussure. L'idea di contrapporre la linguistica sincronica, o statica, alla linguistica diacronica o evolutiva costituì una specie di rivoluzione copernicana. Fino a quel momento i sistemi linguistici venivano studiati in base alla loro evoluzione nel tempo, il fondatore dello Strutturalismo fu il primo a porre l'attenzione sullo studio del linguaggio a prescindere dai suoi cambiamenti temporali.

Lasciamo da parte la diade formulata dal padre dello Strutturalismo, osserviamo lo scenario economico che si dipana sotto i nostri occhi: la crescita economica abbraccia Stati Uniti, Europa, Giappone, Cina, economie emergenti in un unico grande, sincrono movimento. Non accadeva da molto tempo.

In aprile negli Stati Uniti i nuovi posti di lavoro sono stati 211.000, più del mese precedente e oltre le attese. E' stato il 79° mese consecutivo di crescita, un arco di tempo nel quale sono stati creati quindici milioni di nuovi posti di lavoro, una media di circa 200.000 al mese. A ottobre 2010 il tasso di disoccupazione era a 9,4% (sarebbe stato molto più alto se fossero stati considerati anche i fuoriusciti dalla ricerca attiva del lavoro) e l'obiettivo era scendere a 6,5%. Oggi la disoccupazione è a 4,4%, i salari orari continuano a crescere pur senza accelerare. Un nuovo intervento della Federal Reserve nella riunione di giugno è nelle carte, gli Stati Uniti si trovano nella più lunga fase di ripresa e nel secondo ciclo di borsa più forte del secondo dopoguerra.

L'economia cinese, che vale da sola circa un terzo dell'economia globale, è stata particolarmente forte nel primo trimestre. Le autorità di governo si trovano strette tra la necessità di garantire un passo adeguato all'economia evitando però di far crescere ulteriormente il credito privato, arrivato a livelli insostenibili. La stretta creditizia sta facendo sentire i suoi effetti sui prezzi delle materie prime.

In Europa la nave va. La settimana scorsa abbiamo avuto un entusiasmante ritmo giambico di dati, tutti gli indici PMI sopra le attese: l'Eurozona ha registrato un valore di 52,7 contro il precedente di 49,5, non solo un netto miglioramento, ma anche un deciso superamento del valore 50, la soglia che divide le fasi di contrazione da quelle di espansione. Il dato PMI per l'Italia è stato 48,3 contro il precedente di 45,1, in Germania un sontuoso 56,2 stacca il precedente 52,5, la Francia confronta 51,8 con il precedente 49,4.

Asimmetria è invece il termine che spiega il disallineamento tra le incertezze della politica da una parte e l'andamento delle borse dall'altra. Per i mercati i dati positivi della crescita non sono più una sorpresa, il carburante per proseguire la corsa viene dalle attese sugli utili delle società, che, scrive Larry Hatheway di GAM, "dovranno dimostrare come il miglioramento delle condizioni macro economiche si riversi anche nei numeri societari".

Nelle ultime settimane i momenti di incertezza si sono innescati principalmente su due elementi, l'apparente affievolimento del "Trump Trade", la felice combinazione di promesse di tagli fiscali e fiducia accordata dai listini, e i dati di crescita degli Stati Uniti nel primo trimestre. La consapevolezza che la crescita globale sia comunque esposta a rischi e che le valutazioni siano tirate costituisce in ogni caso un utile promemoria sulla prevalenza del metodo sull'esercizio infruttuoso delle previsioni.

Ma al netto di questa considerazione generale, ci sono elementi per ritenere eccessiva la reazione dei mercati, ancora fuori tempo.

Per quanto l'ambiguità dell'amministrazione americana, formidabile fonte di incertezza, possa affievolire il "Trump Trade", non perde forza il "Reflation Trade". Partorito al termine delle frenetiche settimane di inizio 2016, il "Reflation Trade" ha trovato rinnovato vigore nel novembre americano per poi perdere intensità più recentemente.



Azioni e rendimento dei bond USA nella "Reflazione Globale", dal 2016 a oggi. Fonte: Haver Analytics, FT

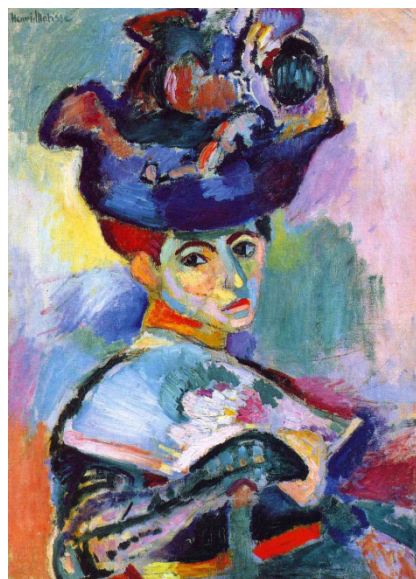
La dinamica sincronica dell'attività economica globale torna a giustificare la sua tenuta. Poi c'è l'inflazione, che con la crescita forma la coppia elicoidale che determina le caratteristiche di ogni ciclo economico. Gavyn Davies del Financial Times stima una "crescita più rapida del PIL nominale, dovuta interamente alla componente produttiva, non a ulteriori aumenti dell'inflazione".

Il brusco arretramento del prezzo del greggio, causato anche dalla contrazione del credito in Cina, affievolisce i timori di un'accelerazione dei prezzi nell'Eurozona. Il dato di 1,9% ad aprile è stato condizionato da fattori stagionali, destinato con molta probabilità a ritracciare nei prossimi mesi. Il vero driver dell'inflazione è sempre la crescita dei salari, fenomeno di cui in Europa si sono smarrite le tracce.

Nell'ultima conferenza stampa Mario Draghi ha ribadito questo concetto, dicendo in sostanza che la ripresa in Europa c'è e l'inflazione non costituisce fattore di allarme. Continueranno a girare i tre motori che spingono la politica monetaria della BCE: il motore dei tassi, degli acquisti straordinari di titoli, la comunicazione più o meno esplicita della rotta, la "forward guidance".

Il "caso Europa" è convincente da tempo, se le performance di breve termine sono il più delle volte guidate dal 'sentiment' degli operatori, il miglioramento dei fondamentali pone le basi per profitti sostenibili nel medio termine. A dispetto dell'asimmetria tra incertezza politica e performance generate dalle buone notizie economiche, è fuor di dubbio che il successo di Emmanuel Macron corrobori il generale clima di fiducia.

Nell'arte l'asimmetria è un valore, è dinamicità che si oppone al suo simmetrico opposto, Theodor Adorno scrive che "l'asimmetria può essere colta solo in relazione alla simmetria". Per Gombrich "una barca a vela fotografata nel centro apparirà in bonaccia, quella mostrata fuori centro sembrerà muoversi".



Donna con cappello 1905. Henry Matisse: "... ho finito per scoprire che la somiglianza di un ritratto deriva dall'opposizione esistente tra il volto del modello e gli altri visi, in una parola dalla sua particolare asimmetria"

C'è movimento nell'asimmetria tra incertezza politica e mercati: con la diminuzione del rischio politico nell'Eurozona si faranno più intense le pressioni sulla Banca Centrale Europea affinché acceleri l'uscita dai tassi negativi e dalle condizioni straordinarie di politica monetaria. Già dalla prossima riunione di giugno l'attenzione si sposterà sull'exit strategy di Draghi, su come la banca resisterà alle pressioni tedesche, a loro volta prossimi alle elezioni generali.

C'è carburante nel serbatoio del "Reflation Trade", abbastanza per farci confermare l'esposizione azionaria, con preferenza relativa a Europa, Giappone e Paesi Emergenti rispetto agli Stati Uniti. Come singoli temi azionari meritano attenzione i settori del lusso e della sanità, sostenuti dai movimenti demografici di lungo periodo.

Una considerazione finale sull'esito delle elezioni francesi.

Ieri è arrivata a conclusione una battaglia politica atipica, per gli standard francesi e per quelli degli altri paesi europei. In gioco non c'era solo il tradizionale confronto tra categorie politiche contrapposte, il nocciolo del confronto è stato giocato principalmente su due diverse visioni dell'Eurozona e della sovranità nazionale. Come qualche settimana fa in Olanda, il solco che ha diviso l'elettorato francese è stato sulla qualità dell'appartenenza all'Unione, tra quanti la vedono gabbia burocratica, insopportabile tappo alle potenzialità nazionali, e quanti invece interpretano l'integrazione come approdo finale di una comunità di destino che va incontro alla propria Storia, un'idea che deriva direttamente dall'Illuminismo di Voltaire, Montesquieu, Kant.

Si sta verificando un fenomeno nuovo. Appuntamenti nazionali come referendum o elezioni politiche sono seguiti con sempre maggiore partecipazione anche al di fuori dei confini dei singoli Stati. Un interesse comprensibile nel caso del referendum inglese (e di quello greco l'anno prima), del tutto inedito nel caso di campagne elettorali nazionali. E' accaduto per l'Italia nel 2013, per la Grecia nel 2015 e, più recentemente, per l'Austria, l'Olanda, la Francia. Sarà così per la Germania a settembre.

Si sta formando sotto i nostri occhi una pubblica opinione europea, sono sempre più numerosi i cittadini che osservano con passione le campagne elettorali in paesi diversi dal proprio. Anche i leader politici non nascondono le preferenze per l'uno o l'altro dei candidati, fino a pochi anni fa era impensabile "impiccarsi" in modo così scoperto nelle questioni interne di paesi amici.

Domani è la Festa dell'Europa, l'anniversario delle parole fondative pronunciate il 9 maggio 1950 dal ministro degli Esteri francese Robert Schuman. Il ministro proponeva ai paesi europei di mettere in comune risorse allora strategiche come il carbone e l'acciaio. "L'Europa non potrà farsi in una volta sola" disse Schuman "né sarà costruita tutta insieme; essa sorgerà da realizzazioni concrete che creino innanzitutto una solidarietà di fatto". La solidarietà di fatto è stata creata, ora si tratta di costruire l'edificio politico, il risultato delle elezioni in Francia pone la premessa di nuovi passi in avanti.



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

[www.gam.com](http://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.