

L'ALPHA E IL BETA

24 luglio 2017

Eppur si muove. Forse

Per le banche centrali si muoverà, per molti analisti continuerà a non preoccupare ancora per molto. L'inflazione è una delle variabili cruciali da tenere d'occhio

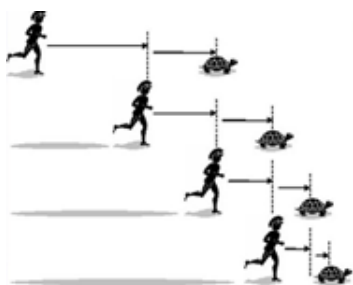
“Immaginiamo che il libero arbitrio sia solo un'illusione; in questo caso non potremmo far altro che vivere fingendo che non sia così”. Con questa frase paradossale Isaiah Berlin presentava il suo ragionamento sulla libertà, e responsabilità, degli individui.

2.500 anni prima di lui, il greco Zenone provò a convincere i suoi contemporanei che Achille, a dispetto del soprannome “Pie' veloce”, non avrebbe mai colmato il vantaggio su una tartaruga partita prima di lui. Non sappiamo quanto fosse persuasivo Zenone, ma è molto probabile che pochi avrebbero puntato il loro denaro sulla tartaruga: il filosofo eleatico si era concentrato sulle frazioni di spazio guadagnate dalla tartaruga, ma aveva trascurato il dettaglio della velocità di Achille!

Il paradosso, termine che deriva dal greco 'parà' (contro) e 'doxa' (opinione), è la presentazione di un fatto o di un fenomeno che contraddice il dato dell'esperienza o va contro l'opinione comune.

In filosofia il paradosso può essere utile stratagemma per portare alla luce contraddizioni o punti di debolezza di una teoria, oppure per suggerire nuovi ambiti di ricerca.

Anche i viaggi nel tempo, letterari e cinematografici offrono una buona dose di paradossi, il ritorno indietro nel tempo cambia le condizioni iniziali, le possibili conseguenze darebbero un corso diverso alla storia. Nel film Ritorno al futuro, il giovane Michael Fox tornando indietro nel tempo conosce quelli che sarebbero diventati i suoi genitori ma, cambiando il corso degli avvenimenti, mette a rischio la sua stessa nascita: un paradosso, appunto.



“Achille, simbolo di rapidità, deve raggiungere la tartaruga, simbolo di lentezza ...” (J. L. Borges)

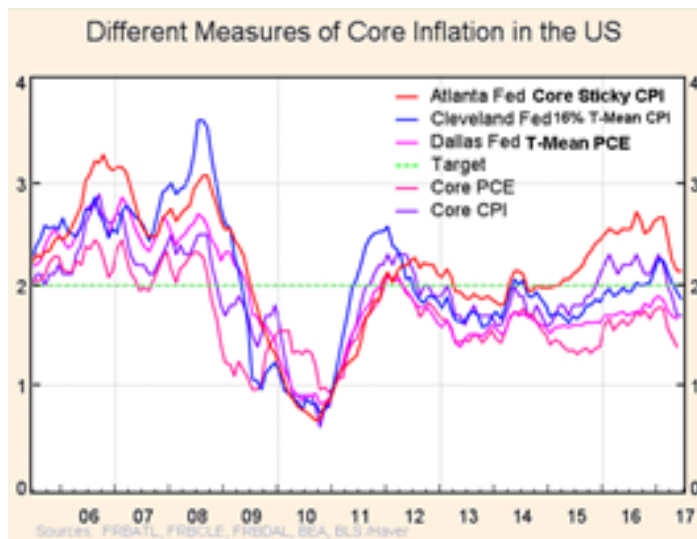
Nei mercati finanziari, il paradosso più sorprendente è quello dei tassi negativi, si paga per il privilegio di prestare denaro. Fino allo scorso inverno era a rendimento negativo circa il 40% dei titoli obbligazionari dell'Eurozona. Più delle statistiche, plastica concretezza al paradosso del tasso negativo l'ha presentata il signor Hans Christensen, un signore danese che nell'aprile del 2016 si è visto recapitare dalla sua banca un assegno di 249 corone a titolo di rimborso della rata trimestrale del mutuo.

Paradosso più recente è quello della crescita economica e, almeno negli Stati Uniti, piena occupazione senza segnali allarmanti di crescita dei prezzi.

Negli Stati Uniti l'inflazione 'core' a giugno è cresciuta di appena lo 0,1% mese su mese, lasciando invariato il dato annuale a +1,7%. Dopo quattro mesi consecutivi di inflazione al di sotto delle attese, sarà più difficile per la Federal Reserve parlare di debolezza temporanea. Se questa tendenza dovesse proseguire, il paradosso di crescita senza inflazione potrebbe avere qualche interessante conseguenza, tutt'altro che filosofica:

- darà un serio colpo alla curva di Phillips, che rappresenta la relazione inversa tra disoccupazione e inflazione rilevata dall'economista neozelandese. In realtà la curva è già stata messa in discussione dalla stagflazione degli anni '70, in particolare in Italia che in quegli anni ebbe elevata inflazione e elevata disoccupazione;
- manderà in soffitta il concetto di NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) cioè quel livello di occupazione oltre il quale l'inflazione comincia ad accelerare, negli Stati Uniti la disoccupazione è a 4,4%, i salari crescono a circa +2,5% annuo eppure l'inflazione non sembra ancora muoversi;
- costringerà gli analisti e gli strategist ad aggiustare i modelli previsivi, prendendo in considerazione l'idea che davvero l'inflazione possa restare fuori dalla lista dei problemi per ancora un po' di anni.

Nella semestrale deposizione davanti al Congresso, Janet Yellen è sembrata dare spazio a quest'ultima possibilità quando ha parlato delle incertezze sullo scenario economico e su "quando, e quanto, l'inflazione risponderà al sempre maggiore utilizzo della capacità produttiva", aggiungendo subito dopo un riferimento all'incertezza su "possibili cambiamenti nelle politiche fiscali del governo".



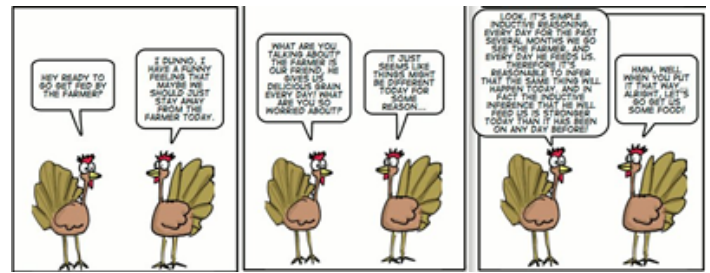
Differenti misure dell'inflazione "core" negli USA mostrano un andamento non allarmante (fonte FT)

Un altro recente paradosso con cui facciamo i conti è la distonia tra mercato azionario e obbligazionario. Le performance dei mercati azionari nel 2017 hanno superato le attese dalla gran parte degli analisti, i mercati obbligazionari sono saliti da marzo a giugno. Non hanno reagito all'aumento dei tassi della Fed ma hanno cominciato a scendere (e i rendimenti a salire) solo dopo le parole di Draghi in Portogallo o, meglio, dopo la loro interpretazione di quelle parole.

Per evitare nuovi fraintendimenti sulla volontà di proseguire nella politica accomodante, la settimana scorsa dal comunicato finale della Banca Centrale Europea non è stato rimosso, come molti attendevano, il riferimento all'eventualità di aumentare o estendere il programma straordinario di acquisti. Il comunicato e le dichiarazioni di Draghi hanno favorito i titoli periferici, restringendo gli spread, la percepita noncuranza alla valuta ha dato forza all'euro. "Qui si parrà la tua nobilitate", la forza dell'economia europea, ricordata anche da Draghi, è in larga misura dovuta alle esportazioni, la valuta è il nuovo fronte della Banca Centrale, i mercati andranno a saggiarne la "soglia del dolore".

Nelle ultime settimane è stato in gran spolvero il settore tecnologico. La settimana scorsa l'indice S&P 500 information technology dopo nove giorni di rialzi ha toccato quota 992.29, superando il mitico massimo di 988.49 del 27 marzo 2000.

In queste condizioni di mercato la compiacenza è la condizione, e rischio, più evidente. E' un vecchio paradosso, quanto più le cose vanno bene, tanto più si tende a pensare continuo a farlo.



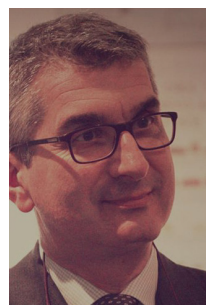
Bertrand Russell usò la storia del tacchino induttivista per contestare il metodo dell'inferenza induttiva. Un tacchino appassionato di epistemologia decise di costruire la propria concezione del mondo basandosi sull'osservazione scientifica. Notò che ogni mattina gli venivano portati cibo e acqua. Un fenomeno che si ripeteva uguale tutti i giorni, indipendentemente dalle condizioni del tempo o da altre circostanze. Le numerose osservazioni lo portarono a stabilire che per una legge di natura ai tacchini vengono portati cibo e acqua tutti i giorni. Una legge di natura che venne falsificata la vigilia di Natale (fonte: mathistheair.org)

Il tacchino epistemologo di Russell sarebbe stato meno precipitoso nelle sue conclusioni se avesse conosciuto la frase di Henri Poincaré "la scienza è fatta di dati come la casa è fatta di pietre, ma i dati non sono scienza più di quanto un mucchio di pietre sia una casa".

Gestori e specialisti del settore si esercitano nei confronti tra lo scenario attuale e quello del 2000: "gli utili sono oggi molto più solidi", "non è più come nel Y2K", insomma in definitiva sta tornando il sinistro "questa volta è diverso", motto araldico di tutti i mercati compiacenti. E quando si sente l'espressione "questa volta è diverso", buone dosi di diffidenza sono preferibili a riti apotropici.

Da qui in avanti, meglio non guardare nello specchietto retrovisore ma fare piuttosto considerazioni di scenario ampie. Aveva ragione Ian Brenner, gli Stati Uniti sono diventati una delle principali fonti di incertezza globali: nei prossimi mesi, cruciali, si dipaneranno le incognite sulle iniziative economiche dell'amministrazione (e il suo destino politico!) e sui movimenti dell'inflazione. Sono le due principali variabili che detteranno il ritmo alla normalizzazione della Fed e ai mercati.

"Finché le attese di crescita e inflazione oscilleranno in intervalli accettabili, le azioni probabilmente cercheranno di toccare nuovi massimi, sia pure con rotazione tra stili e aree" scrive Larry Hatheway di GAM, "se invece l'inflazione dovesse accelerare, i prezzi di azioni e obbligazioni correggerebbero rapidamente". In due recenti occasioni L'Alpha e il Beta ha confermato l'importanza della direzionalità ("Una giornata particolare", 12.6.2017), invitando anche a non scegliere tra reflazionisti e deflazionisti, diversificando il portafoglio quanto più possibile, dandogli caratteristiche di anti-fragilità ("I giocatori", 19.6.2017).



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

www.gam.com seguitemi 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.