

L'ALPHA E IL BETA

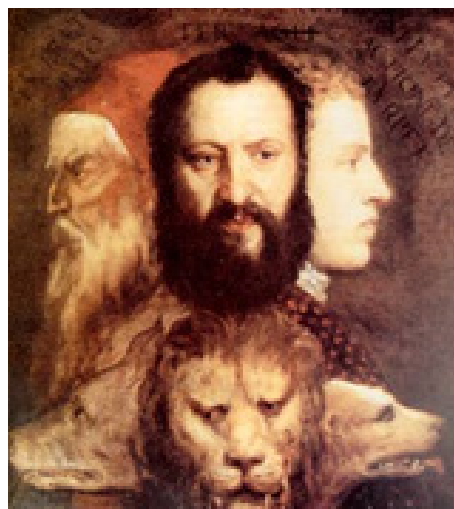
4 settembre 2017

Elogio della Prudenza

La crescita economica resta convincente e diffusa, non ci sono segnali di inflazione preoccupanti, le politiche monetarie restano accomodanti ma il rischio geopolitico suggerisce cautela nelle esposizioni più rischiose

Arrivati sulla spiaggia del Purgatorio, Dante e Virgilio vedono nel cielo sopra di loro quattro stelle particolarmente lucenti. Sono le stelle delle virtù cardinali, Prudenza, Giustizia, Fortezza, Temperanza, che i Padri della Chiesa avevano ereditato dalla cultura greca e adattate alla teologia medievale. Delle quattro virtù, la più familiare è probabilmente la Prudenza. Bambini di tutte le generazioni crescono suggestionati da lunghe liste di raccomandazioni: non prendere freddo, o caldo, non sudare, presta attenzione quando attraversi la strada. Le liste non cessano quando si è più grandicelli, cambiano solo gli argomenti: non bere (destinato a trasformarsi in un rassegnato “non bere troppo”), non correre, non fare tardi (che, come per il bere, si stempera in “non fare troppo tardi”). Inviti alla prudenza il più delle volte puntualmente disattesi, in tutto o in parte, per questo la Prudenza è anche la più trascurata delle virtù.

E' una virtù celebrata nei Libri sapienziali dell'Antico Testamento e nelle parabole del Nuovo (“siate prudenti come serpenti”), per San Tommaso la Prudenza era “auriga virtutum”, guida di tutte le altre virtù. Anche i greci e i romani tenevano la virtù della Prudenza nella massima considerazione. Cicerone ne parla nel trattato “Dei doveri” e la distingue dalla sapienza. Per Aristotele l'esercizio della prudenza è l'indispensabile passaggio per il raggiungimento della felicità, è la ricerca della misura “giusta” tra l'eccesso e il difetto. Essere prudenti, per Aristotele, significa essere capaci di discernere “le cose che sono buone e vantaggiose”.



Sulla parte alta del dipinto "Il tempo governato dalla prudenza", Tiziano pose l'iscrizione "Sulla base del passato / il presente prudentemente agisce / per non guastare l'azione futura"

E' questo l'aspetto che ci interessa, il valore aristotelico della prudenza come capacità di giudizio, di scelta, come virtù “laica”, che non appartiene al trascendente ma all'ordine naturale delle cose umane.

Se ci si ancora a questo concetto di prudenza come capacità di valutare i fatti con equilibrio, allora ha senso parlarne anche se il contesto economico generale resta favorevole al rischio. La crescita economica resta convincente e diffusa, non si avvertono segnali di inflazione preoccupanti, le politiche monetarie restano accomodanti, le “normalizzazioni” delle banche centrali sono governate dalla cautela. L'esercizio del pensiero prudente aiuta a guardare ai fenomeni con ponderazione, a riconoscere ad esempio il potenziale di indeterminatezza del rischio geopolitico.

Da una parte le tensioni con la Corea del Nord governata da un uomo che pensiamo di conoscere e che probabilmente è meno folcloristico di quello che rivela il taglio dei capelli.

Dall'altra gli Stati Uniti, dove un uomo con un altro ardito taglio di capelli deve fronteggiare un'agenda fitta, resa ancora più complicata dalla catastrofe naturale in Texas.

I danni dell'uragano Harvey comporteranno nella legge di bilancio ingenti stanziamenti per la ricostruzione, un imprevisto che amplifica la questione del tetto del debito che negli Stati Uniti è previsto per legge e può essere superato solo per disposizione di una nuova legge. Nell'ottobre 2013 l'Amministrazione Obama ingaggiò un durissimo braccio di ferro con il Congresso proprio sull'innalzamento del tetto, scontrandosi con i Repubblicani tradizionalmente vestali del rigore di bilancio.



Piero del Pollaiuolo "La Prudenza" (Galleria degli Uffizi)

Ma Trump vuole che la prossima legge di bilancio, da approvare entro fine settembre, preveda anche lo stanziamento dei fondi per il muro sul confine con il Messico: lo scontro tra Repubblicani e Democratici, complicato dalle esigenze finanziarie straordinarie causate dall'uragano, rischia di portare a un nuovo episodio di "shutdown", l'interruzione delle attività federali, come nel 2013. Il mancato innalzamento del tetto del debito comporterebbe un default tecnico, sia pure di breve durata: i pagamenti di cedole e titoli in scadenza verrebbero rimandati, ci sarebbero aumenti del costo di finanziamento delle municipalità e emissioni locali. I grandi detentori di Treasury non si lasciano condizionare dai rating, improbabili dunque sell-off dei titoli americani ma un downgrade tecnico avrebbe invece ricadute sui titoli di minor qualità, più rischiosi.

Nell'agenda di Trump dei prossimi mesi ci sono almeno altre tre non facili questioni.

La prima riguarda il taglio alle tasse ("se sei un credulone chiamala pure 'riforma fiscale'", scrive velenoso il FT). Dopo mesi di nomine, dimissioni e licenziamenti di membri dello staff, questa Amministrazione ha bisogno di un risultato politico concreto, il taglio alle tasse sembra quello più a portata di mano e premiante in termini di consenso. L'altra questione è la nomina del nuovo capo della Federal Reserve. Il mandato di Janet Yellen scadrà in febbraio, l'annuncio del suo successore da parte di Trump è atteso nelle prossime settimane.

La terza questione dell'agenda presidenziale dei prossimi giorni, di natura non economica ma squisitamente politica, riguarda una misura della precedente amministrazione a favore degli immigrati irregolari arrivati negli Stati Uniti da bambini. Il programma "Deferred Action for Childhood Arrivals" (DACA) affranca dal rischio espulsione circa 750.000 persone che negli anni hanno studiato o trovato un lavoro. Non c'è unanimità all'interno del partito del presidente, da una parte i rigoristi che non ammettono eccezioni a qualsiasi irregolarità, anche a distanza di molti anni, dall'altra coloro che ritengono l'abrogazione del DACA una misura inutilmente vessatoria e inefficace nel contrasto dell'immigrazione illegale.

In breve, Trump, al netto del magro bilancio politico dei primi otto mesi di presidenza e delle questioni aperte di politica estera relative a Russia, Corea del Nord e negoziazione del NAFTA (e sarebbe già abbastanza) dovrà gestire una legge di bilancio dalla quale ricavare risorse per il taglio delle tasse, per la ricostruzione in Texas, per il muro con il Messico e nello stesso tempo far votare al Congresso l'aumento del tetto del debito. Vaste programme!

Venerdì scorso sono stati pubblicati negli Stati Uniti due indici anticipatori del ciclo economico (leading indicator) particolarmente importanti: il rapporto mensile sui nuovi occupati e l'indice ISM, il sondaggio periodico sugli acquisti delle imprese manifatturiere.

Il numero dei nuovi occupati in agosto, 156.000 è stato al di sotto delle attese mentre l'indice ISM è stato estremamente positivo (58,8 rispetto al precedente 56,3), una conferma delle buone condizioni dell'economia americana che non sembra aver così bisogno di stimoli fiscali. Il Treasury decennale e il dollaro hanno reagito al dato sull'occupazione con un simmetrico cedimento, recuperato da entrambi alla pubblicazione del sondaggio ISM. A fine giornata insomma prevaleva sui mercati l'idea di una economia in buone condizioni, con una crescita annualizzata al 3% che non impedirà alla banca centrale il proseguimento del piano di normalizzazione di tassi e bilancio.

Il lato oscuro della forza, nei dati dell'occupazione, riguarda semmai la dinamica dei salari orari che sembra aver invertito il sentiero di crescita graduale degli ultimi anni, per gli scienziati sociali un pessimo segnale di stagnazione dei redditi e di insoddisfazione delle fasce deboli della popolazione. Per gli osservatori economici, al contrario, il rallentamento delle paghe orarie prelude a espansione economica senza pressioni inflazionistiche. L'osservatore prudente sa che la divergenza tra economia finanziaria ed economia reale è sempre insidiosa, povertà e rancore sociale sono la miscela per la massima incertezza politica.



Fonte: FT, Bloomberg

La composizione dei portafogli in quest'ultima parte dell'anno tiene conto di tutte queste considerazioni.

“Veniamo da una fase prolungata di rialzo dei mercati finanziari” dice Massimo De Palma di GAM Italia “è quindi possibile che le prossime fasi di correzione possano essere più profonde, chi ha una propensione al rischio contenuta può iniziare a prendere profitto sulle asset class più rischiose così da limitare i drawdown di portafoglio”.

In breve, la preferenza all'esposizione azionaria rispetto alle obbligazioni, soprattutto quelle governative dell'area euro, diventa più attenta, l'esaurimento della positiva stagione degli utili priva i listini di un importante combustibile. A livello geografico le aree di maggior interesse restano l'Eurozona, il Giappone e i Paesi Emergenti, dove gli ultimi dati PMI mostrano un sensibile miglioramento dell'attività manifatturiera. Si distinguono in modo particolare il Brasile e Europa centrale, che beneficia del momentum dell'economia europea. L'esposizione alle società di piccola e media capitalizzazione attive sul mercato domestico controbilancia il rischio delle conseguenze dell'eventuale proseguimento dell'euro forte sulle esportatrici.

A proposito di rapporti di cambio, ci sono almeno due segnali che rendono poco probabile il proseguimento della debolezza del dollaro manifestatasi negli ultimi mesi:

1. le posizioni speculative nel mercato sono fortemente concentrate su esposizioni corte di dollari, circostanza che suggerisce un rallentamento delle pressioni in vendita,
2. il dato sui nuovi occupati di agosto non modifica le buone condizioni del mercato del lavoro: la riduzione del bilancio e soprattutto un nuovo intervento sui tassi da parte della Federal Reserve restano nella mano di carte degli ultimi mesi dell'anno.

L'ampia diversificazione del portafoglio può estendersi ai subordinati bancari e al debito emergente, settori in cui la selettività è cruciale. La prudenza aristotelica suggerisce di lasciar fare a professionisti, “non tentare di emularli a casa”.



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. 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.