

L'ALPHA E IL BETA

12 febbraio 2018

Sorpresi della sorpresa

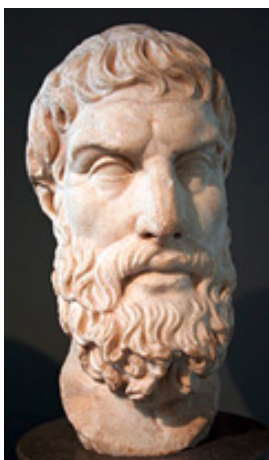
La settimana di correzione non è da dimenticare ma, al contrario, da tenere bene a mente. Ha utilmente ricordato alcune verità

Da secoli il povero Epicuro è vittima di un grande fraintendimento. Senza colpa alcuna, il nome del filosofo greco viene regolarmente associato al piacere materiale, al soddisfacimento dei desideri e delle piacevolezze.

E' più probabile che il termine epicureo venga impiegato per riferirsi a coloro che si dedicano "solo al godimento dei beni materiali e considerano fine della vita la soddisfazione dei piaceri", piuttosto che a Epicuro e ai suoi seguaci. Anche i dizionari certificano questo antico, e immeritato, equivoco.

E invece Epicuro è tutto tranne che "epicureo". Il fondatore della prima scuola filosofica ellenistica non predicava il soddisfacimento dei piaceri, alla stregua del Falstaff di Shakespeare o, con registri più nobili e drammatici, del Don Giovanni di Da Ponte e Mozart.

Nella filosofia epicurea il piacere è il bene massimo cui aspirare, ma nel senso di assenza di dolore fisico e di turbamenti nello spirito, due condizioni ben diverse dall'appagamento di smodati desideri.



Busto marmoreo di Epicuro, conservato al British Museum di Londra

Condizione del piacere sommo è l'assenza di desiderio, unico modo per scansare il rischio dell'insoddisfazione, causa di dolore. Il piacere dell'anima è poi superiore al piacere del corpo, perché nell'anima albergano le memorie delle sofferenze passate e l'apprensione dei crucci futuri, il corpo soffre solo dei dolori del presente.

"Aponia" è il termine utilizzato dalla scuola epicurea per definire l'assenza del dolore fisico, "atarassia" indica invece l'assenza di agitazione, l'insuperabile pace che lo spirito conquista una volta liberato dalle passioni.

Convertiti all'epicureismo, magari senza volerlo, sono stati i mercati finanziari. Privi di soverchie inquietudini, hanno sperimentato nel corso del 2017 la rara condizione dell'atarassia, la beatitudine del sommo piacere spirituale, sequenze di record che sfidavano la legge di gravità, volatilità ai minimi, crescita economica diffusa e assenza di inflazione. Vera e propria assenza di turbamenti.

Qualche mese fa il professor Fabrizio Crespi mostrava il grafico dell'indice S&P 500 sovrapposto a quello dell'indice della volatilità, il VIX: il primo ai massimi, il secondo ai minimi storici.

L'amico professore titolava il suo commento "Il paese dei balocchi". Tutti abbiamo letto Pinocchio, tutti sappiamo che il paese dei balocchi è un posto pericoloso, una condizione lusinghiera o, nella migliore delle ipotesi, temporanea.

C'è dunque da sorprendersi della sorpresa nel leggere le cronache finanziarie degli ultimi giorni.

Semmai è stato sorprendente il 2017, quando la crescita economica ha avvolto in un unico caldo abbraccio tutte le principali aree economiche del mondo, portando la disoccupazione in alcune di esse ai minimi, Stati Uniti, Giappone, Germania, in assenza di dolore, cioè il ritorno dell'inflazione.



Il tasso di break-even dell'inflazione forward a 5 anni. Fonte: FT, Bloomberg.

Dei tre pilastri che hanno retto le quotazioni, crescita economica, utili societari e banche centrali, si sta sfaldando quest'ultimo. E' pur vero che il ritiro graduale era già nelle carte, la riduzione del bilancio della Federal Reserve, la diminuzione dei QE di BCE e Bank of Japan ampiamente commentati e nei prezzi.

Poi sono arrivati i dati del lavoro negli Stati Uniti. In gennaio sono stati creati 200.000 nuovi posti di lavoro, la crescita dei salari nel 2017 è stata di +2,9% rispetto all'anno precedente, il miglior dato dal 2009.

La crescita dei salari era l'ultima tessera che mancava al mosaico del ritorno alla normalità dopo la Grande Recessione.

Una misura che evidenzia la robustezza del mercato del lavoro americano, i posti di lavoro cominciano a essere superiori ai lavoratori disponibili, nel 2018 i salari saranno verosimilmente in crescita. Alcuni grandi gruppi hanno comunicato che riverteranno sui lavoratori il risparmio fiscale, misura inflattiva, altre lo investiranno in macchinari e miglioramenti di processi, misure anti inflattive.

La paura che la dinamica salariale si trasformi in inflazione e costringa la Fed ad accelerare per riportarsi davanti alla curva, ha dato origine a un'altra preoccupazione, che la Federal Reserve a guida Powell sia più attenta al riportare i tassi in fase con l'economia (inflazione e crescita) che a sostenere le eventuali difficoltà del mercato azionario. In altre parole, una specie di affievolimento di quelle che sono state le "Greenspan Put", "Bernanke Put" e "Yellen Put".

In sintesi, sono tre le ragioni del nervosismo:

1. la crescita dell'inflazione negli Stati Uniti rende la politica monetaria della Fed molto meno prevedibile,
2. la brusca accelerazione dell'inflazione può danneggiare i profitti aziendali,
3. la Fed potrebbe essere riluttante a prestare soccorso ai mercati (fine della "Fed put").

Una settimana da dimenticare hanno detto in molti.

Al contrario, una settimana da tenere bene a mente nel prossimo futuro perché ci ha ricordato almeno tre cose:

1. neppure gli indici azionari possono sfidare la legge di gravità. "La leggerezza è propria dell'età che sorge" scriveva Cicerone. La leggerezza della giovane età mal si attaglia a un ciclo di borsa positivo da nove anni (il compleanno tra poche settimane). Semmai, continuando con Cicerone, si mostra più adatta la "saggezza dell'età che tramonta";
2. il 2018 sarà ancora sotto il segno zodiacale delle banche centrali. Con registri e modalità diverse gestiranno il graduale disimpegno cercando di evitare scossoni. Torneremo alla normalità, alla volatilità, alla selettività, sequenza ossitona che ammonisce a più oggettive e selettive valutazioni dei rischi;
3. i mercati finanziari non sono l'economia. I numeri rossi sugli schermi degli operatori sono stati innescati dalla crescita dei salari che, nel lungo termine, è una buona notizia! Significa più denaro nelle tasche dei lavoratori e dunque potenziali nuovi consumi. Inoltre significa restituire vigore economico alla classe media, compressa negli ultimi quindici anni e la cui insoddisfazione ha consentito la formazione, in entrambe le sponde dell'Atlantico, di movimenti di opinione nazionalisti e radicali.

La settimana che abbiamo alle spalle ricorda anche che sia il ciclo economico che quello di borsa sono nella loro fase di piena maturità e vulnerabili, l'inflazione è la principale fonte di incertezza nel prossimo futuro.

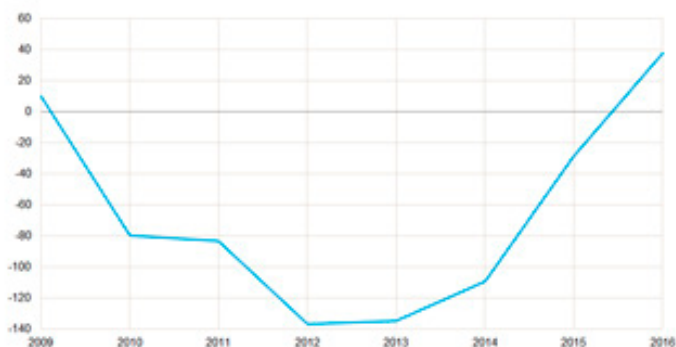
Un'area di diversificazione efficiente è, da tempo, quella dei mercati emergenti. Nei giorni scorsi hanno dimostrato buona capacità di resistenza alla volatilità e il tono positivo della crescita fornisce la migliore condizione a economie che sono esportatrici di materie prime o "hub" manifatturieri.

Nel 2018 il Fondo Monetario prevede una crescita delle economie emergenti del 4,9%, superiore al 4,7% dello scorso anno.

Molte economie emergenti hanno raggiunto un profilo di robustezza economica e valutaria superiore a quello di pochi anni fa. Tra il 2013 e il 2015 si sono lasciati alle spalle il deleveraging, reso necessario dall'enorme accumulazione del debito tra il 2010 e il 2013, e hanno ripreso a correre, con un miglior livello di riserve valutarie per proteggersi dalla volubilità dei flussi di capitale.

Nel 2013, al termine di un semestre molto nervoso a causa delle dichiarazioni di Bernanke sul "tapering" imminente, il FT scriveva che l'attesa di una "riduzione dell'imponente stimolo monetario della Fed ha reso evidente l'urgenza per i governi emergenti di cominciare a fare sul serio in merito alle riforme interne".

Hanno fatto sul serio. Nel 2013 erano finiti nel mirino degli operatori il Brasile, l'India, l'Indonesia, il Sud Africa e la Turchia, messi sommariamente assieme, pur così diversi, dalla sbrigativa locuzione de "I Cinque Fragili".



I "Cinque Fragili" oggi (Brasile, Turchia, Sud Africa, India, Indonesia). Posizione corrente + investimenti diretti stranieri in miliardi di dollari. Fonte: EIU, GAM, Datastream.

Sono passati quasi cinque anni e i Cinque Fragili, con la sola eccezione della Turchia, hanno imparato la lezione, non hanno paura della Federal Reserve, un po' perché, usando l'espressione di Janet Yellen, l'adeguamento del bilancio sarà "come vedere asciugare la vernice su una parete", un po' perché le loro bilance dei pagamenti e riserve valutarie sono molto migliori.

Resta interessante la diversificazione anche nelle valute locali.

Quando il presidente americano Woodrow Wilson chiese quali fossero gli orientamenti degli studenti universitari inglesi, Lord Birkenhead rispose "saldamente a metà tra donne e whisky".

Quel "saldamente a metà" che consentì al Decano di scansare imbarazzanti commenti politici può essere vero per le preferenze dei giovani inglesi dei primi anni del Novecento, ma non è vero quando si tratta di scegliere tra valuta forte e valuta locale: stare "saldamente a metà" sarebbe un errore.

Una decisione che derivi da considerazioni "top-down" comporta un forte convincimento sull'andamento del dollaro, esercizio di massima temerarietà. Se la decisione nasce invece da un approccio "bottom up", quello preferito in GAM, significa apprestarsi a valutare i singoli paesi. In questo caso entrano nell'analisi una pluralità di elementi come il livello delle riserve e del debito, la dipendenza dai flussi di capitale esteri, il tono dell'economia.

In ogni caso anche le aree emergenti non sono prive di rischio in quanto sensibili al tono dell'economia globale, al dollaro e, soprattutto, alla stabilità del commercio internazionale, messa in mora dall'imprevedibilità della Casa Bianca.

Di mercati emergenti parleremo il 13 febbraio a Treviso (scarica qui il programma) e il 14 febbraio a Napoli (scarica qui il programma).



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.