

L'ALPHA E IL BETA

19 febbraio 2018

Vecchie e nuove narrazioni

Anche nei mercati finanziari si alternano nuove narrazioni e reti di significato. In un ambiente di rendimenti più bassi e più alta volatilità si rivelano decisive l'asset allocation tattica e strategie attive soprattutto nella componente obbligazionaria

La Storia è un costante succedersi di narrazioni, scrive lo storico israeliano Yuval Noah Harari, un "alternarsi di tessitura e disfacimento delle reti di significato ... ciò che agli individui di un'epoca sembra la cosa più importante della vita diventa del tutto insignificante per i loro discendenti".

Una volta Zeus ed Era "erano potenze importanti nel Mediterraneo" scrive Harari "ma oggi sono privi di qualsiasi autorità perché nessuno crede più in loro".

Ai tempi delle crociate era considerato normale abbandonare tutto, famiglia, proprietà, beni, per andare a rischiare la vita in Terra Santa. Dare la morte agli infedeli nella conquista del Santo Sepolcro era ritenuta condotta lodevole, profondamente cristiana. Nel malaugurato caso fosse stato l'infedele ad avere la meglio in battaglia, il premio sarebbe stato l'eterna beatitudine.

Durante l'assedio di Gerusalemme nel 1099, a truppe già stremate dalla malattia e dalla fame Goffredo di Buglione ordinò tre giorni di digiuno e una processione a piedi nudi attorno alle mura della città. Pratiche devozionali considerate il modo migliore per favorire l'esito positivo battaglia.



Goffredo di Buglione incoronato re di Gerusalemme
(Federico de Madrazo 1815-1894)

Le truppe accettarono di buon grado quella che a noi sembra una colossale stramberia, nessuno si sognò di contestare perché il digiuno e le processioni facevano parte dei costumi, pratiche comuni di un immaginario condiviso da tutti quegli uomini che avevano la medesima visione del mondo e della vita.

Il digiuno e la processione funzionarono visto che l'assedio ebbe successo. Entrati in Gerusalemme, i crociati cominciarono a massacrare gli abitanti, e nessuno trovava alcuna contraddizione tra la crudeltà di quei gesti e la fede cristiana.

“Gli individui rinsaldano di continuo le credenze reciproche in una spirale che si autoalimenta” spiega Harari, Goffredo e i suoi uomini si comportavano in piena coerenza con i codici del tempo: i menestrelli celebravano le gesta eroiche dei cavalieri antichi, le autorità civili esigevano obbedienza, quelle religiose promettevano la beatitudine sempiterna per la liberazione del Santo Sepolcro. Goffredo, i suoi crociati, il papa, l'imperatore, erano tutti imprigionati nella narrazione del loro tempo, trama di significati che la Storia avrebbe dissolto nel giro di pochi secoli per far posto a nuove trame, nuove narrazioni.

Come le donne e gli uomini del XI secolo e di tutte le epoche, anche noi siamo catturati nelle reti di significato del nostro tempo, consideriamo normale ciò che pochi decenni fa era impensabile (attraversare liberamente Berlino da una parte all'altra,) e ciò che fra qualche decennio sembrerà bizzarro (andare al lavoro in automobile, una sola persona in ogni auto).

Anche nel risparmio le narrazioni cambiano, fino a pochi anni fa era normale attendersi dalle obbligazioni rendimenti adeguati e senza rischio, e dall'investimento immobiliare la protezione economica di lungo termine per tutta la famiglia.

Nei mercati finanziari sembra che nuove reti di significato subentrino alle vecchie. Il timore che l'accelerazione dell'inflazione costringa la Federal Reserve a correre per riportarsi davanti alla curva, ha dissolto la trama che ci ha (felicitemente) avvolti nel 2017.

Si dissolve quella narrazione e se ne formano di nuove, e almeno due sono particolarmente insidiose.

Potremmo definire la prima “Buy the Dip”, compra sulla correzione, la festa continua. La correzione non è durata poi molto, sei giorni consecutivi di borsa positiva hanno riportato l'indice S&P 500 sopra il “canale di crescita” che gli analisti tecnici hanno tracciato dal 2016 a oggi. La narrazione “Buy the Dip” rileva che la crescita degli ultimi trimestri è stata superiore alla media della crescita degli ultimi anni, tiene in buon conto la previsione dell'economia americana a +5,4% in questo primo trimestre, con l'autorevole sigillo della Federal Reserve di Atlanta.



Michigan Consumer Confidence Index, a livelli quasi prossimi a quelli degli anni 2000. Fonte: FT, Bloomberg.

Il carburante dei risparmi fiscali allunga la vita al ciclo economico, la disoccupazione ai minimi annuncia maggiore inflazione e l'aumento dei tassi reali e nominali.

L'altra narrazione è meno rosea. I mercati sono entrati in fibrillazione per l'aumento del 2,9% anno su anno dei salari negli Stati Uniti. Ma tolta l'inflazione l'incremento reale è di appena 0,9%, molto lontano dal 3% normalmente associato a fasi di forte crescita. Il tasso di partecipazione al lavoro è rimasto invariato a 62,7%, il minimo storico.

E per quanto riguarda la previsione di crescita di 5,4% nel primo trimestre del 2018, questa narrazione ricorda che la Fed di Atlanta tenda all'ottimismo e abbia sempre ridotto le previsioni iniziali. La crescita americana del 2017 è stata di 2,3%, poco superiore alla media di 2,13% tra il 2009 e il 2016, inferiore al 2,6% del 2014 e 2,9% del 2015.

Entrambe le narrazioni presentano buoni e credibili argomenti, ma a quale prestare fede?

In realtà nel gioco d'azzardo vince davvero solo chi non gioca ([vedi L'Alpha e il Beta del 19/6/2017](#)).

“Benvenuti nell'era della Post-Nuova Normalità” scrive il nostro Larry Hatheway, Capo Economista del Gruppo GAM, che mette in guardia dal liquidare l'impennata della volatilità come uno dei tanti, ordinari fenomeni di “risk-off” (se fosse stato così, avverte, i rendimenti sarebbero scesi, non saliti).

Nell'era “Post-New Normal” nessuna classe di attivo è immune dal re-pricing, la correlazione spuria che si è formata tra azioni e obbligazioni indebolisce la diversificazione.

Il principale alleato del risparmiatore rischia di diventare il traditore, il pugnalatore alle spalle. Nei decenni passati le due classi di attivo avevano un comportamento autonomo l'una dall'altra: la paura di qualche scossone nei listini spingeva a ritirate strategiche nelle sicure roccaforti delle obbligazioni, dove non mancava rendimento nominale e reale. Al contrario, le fasi di ottimismo stimolavano l'appetito per il rischio, si lasciavano i bastioni obbligazionari per spingersi verso il rischio azionario.

Questa grossolana relazione è venuta meno, gli eventi della prima metà di febbraio hanno ricordato che neppure i mercati finanziari possono sfidare la legge di gravità, che il 2018 sarà l'anno di un cambio di passo delle politiche monetarie, che le condizioni economiche restano favorevoli alle azioni e le obbligazioni sono molto più vulnerabili.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
EM	36.2%	31.6%	34.3%	35.1%	26.6%	EM	79.0%	28.0%	8.3%	19.7%	Sen Cap	28.2%	2.8%	Sen Cap	37.8%
Sen Cap	17.2%	EM	14.0%	SenT Stk	EM	11.4%	Sen Cap	34.9%	SenT Stk	EM	14.8%	Sen Cap	11.7%	SenT Stk	EM
SenT Stk	29.2%	SenT Stk	23.2%	AA	AA	22.4%	SenT Stk	19.2%	SenT Stk	14.4%	SenT Stk	AA	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk
SenT Stk	27.1%	Sen Cap	8.9%	Sen Cap	14.4%	SenT Stk	28.4%	SenT Stk	13.2%	Sen Cap	11.3%	SenT Stk	SenT Stk	Sen Cap	Sen Cap
Sen Cap	25.7%	AA	4.9%	AA	11.8%	Sen Cap	17.2%	Sen Cap	15.7%	AA	SenT Stk	Sen Cap	SenT Stk	SenT Stk	AA
SenT Stk	28.2%	Sen Cap	10.9%	Sen Cap	11.8%	SenT Stk	28.2%	SenT Stk	11.3%	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk
AA	25.9%	SenT Stk	10.9%	SenT Stk	11.8%	SenT Stk	28.2%	SenT Stk	11.3%	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk
SenT Stk	4.1%	SenT Stk	4.3%	SenT Stk	11.8%	SenT Stk	28.2%	SenT Stk	11.3%	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk
SenT Stk	1.8%	SenT Stk	2.4%	SenT Stk	11.8%	SenT Stk	28.2%	SenT Stk	11.3%	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk	SenT Stk

Tavola dei rendimenti delle diverse classi di attivo. Nessuna in negativo negli ultimi due anni

E' un fatto che la crescita americana guadagni in longevità grazie al risparmio fiscale e che i posti di lavoro disponibili tendano a essere superiori alla disponibilità di lavoratori, è un fatto che l'eventuale accelerazione dell'inflazione comporterà cambiamenti nelle politiche monetarie. Rivediamo in modo schematico le ragioni della vulnerabilità delle obbligazioni:

- il primo elemento di vulnerabilità è nel rischio di un ritorno dell'inflazione, ogni piccolo aumento di inflazione attesa genera un maggiore incremento nei rendimenti obbligazionari (che significa una diminuzione del prezzo, un impoverimento del valore del risparmio);

- il ritiro delle banche centrali, sia pure con modalità e tempi diversi, segna la fine del ciclo pluridecennale dei tassi in discesa e delle performance delle obbligazioni ottenute senza fatica e con rischio modesto;
- i rendimenti dei titoli ad alta qualità sono in buona parte ancora in territorio negativo, strascico dell'eccezionalità di questo tempo, parimenti sono meno interessanti i rendimenti dei titoli a minore qualità creditizia, i differenziali di rendimento si sono molto ridotti e, per dirla con il poeta, "il gioco non vale la candela".

Nella nuova narrazione di rendimenti modesti e più alta volatilità saranno decisive l'asset allocation tattica e la gestione attiva. Tornano preferibili le strategie obbligazionarie a ritorno assoluto per il loro ampio spettro di possibilità, i bond "inflation-linked" potrebbero non bastare perché i guadagni derivati dall'aumento dell'inflazione potrebbero essere annullati dalle perdite sul prezzo a causa dell'aumento dei rendimenti.



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.