

L'ALPHA E IL BETA

30 aprile 2018

C'è vita oltre il 3%

Il rendimento del Treasury è tornato dopo quattro anni la soglia del 3%, innescando nervosismo nei mercati. Ma il livello del 3% ha più a che fare con la psicologia che con la razionalità delle valutazioni di scenario

“Una donna dà un pugno a un'altra e le rompe la faccia; davanti al giudice si scolpa dicendo ‘m'ha chiamata settantotto’; il giudice deve prendere la Smorfia e vedere a che corrisponde di oltraggioso quel numero”. Così Matilde Serao nel suo “Il ventre di Napoli” racconta episodi della vita quotidiana e la forza simbolica che i numeri della smorfia hanno sulle persone.

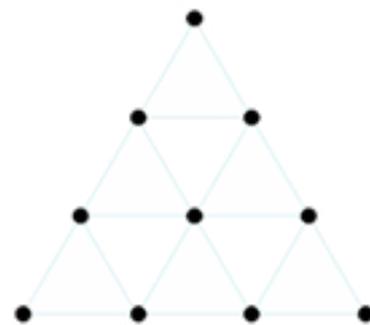
“Il lotto ha una prima forma letteraria, rudimentale, analfabeta” scrive la fondatrice del giornale Il Mattino “fondata sulla tradizione orale come certe leggende ... questa scienza della Smorfia è così profonda, così abituale, che per dare del pazzo a qualcuno si dice ‘è nu vintiroie’, un ventidue, un matto”.

Sin dall'antichità i numeri non hanno solo proprietà matematiche, non sono esclusivamente espressioni di quantità, la mente umana li ha sempre associati a immagini e simboli dell'esistenza.

Per la scuola pitagorica “l'universo è armonia e numero”, i numeri sono la combinazione per accedere alla comprensione delle leggi della natura.

Carl Gustav Jung, forse il maggior studioso dei simboli nella psicoanalisi, dedicò l'ultima parte della sua vita a studiare il simbolismo dei numeri, la forza che esercitano nella psiche individuale e collettiva.

Per Jung il quattro, ad esempio, è il “padre di tutti i numeri”, quattro i punti cardinali, quattro gli elementi naturali della tradizione ellenica. Per i pitagorici il quattro era il numero della giustizia, perfettamente divisibile nelle due parti, i primi quattro numeri naturali costituivano la “Tetraktys”, il triangolo equilatero che comprende la pienezza del quattro, del tre e della decade, formata dalla somma dei quattro punti disposti sui tre lati.



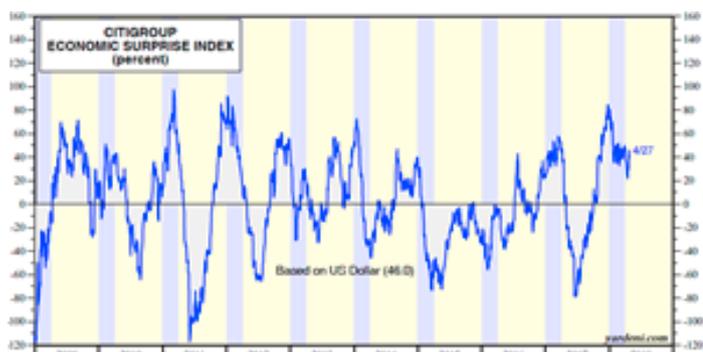
La Tetraktys pitagorica, il quartetto di numeri disposto nella forma di triangolo equilatero. La somma dei quattro punti disposti su ciascun lato è dieci, numero della pienezza.

Nella tradizione cinese e giapponese il quattro è un numero infausto, la sua pronuncia ha un suono simile a quella della parola “morte”, in Occidente è associato alla sfortuna il tredici.

Nella tradizione ebraico-cristiana il tre è il numero perfetto della Trinità e Dante lo prende come base per la struttura della Divina Commedia: tre Cantiche, di trentatré Canti ciascuna, composti di terzine. Con il primo Canto, prologo dell'opera, i Canti sono in tutto cento, numero generato da dieci, la pienezza, moltiplicato per se stesso.

Quando il rendimento del Treasury, il titolo decennale americano, ha superato la settimana scorsa la soglia del 3%, molto probabilmente la reazione dei mercati è stata innescata più dal simbolismo del numero che da ragionate considerazioni finanziarie. Non solo il 3% è un numero “pieno”, ma è anche un livello di rendimento che ‘la madre di tutti i decennali’ non vedeva dal 2014.

La rottura di questo livello si è verificata in fase con il recupero del dollaro sull'euro (prendendo in contropiede le molte posizioni ribassiste sul biglietto verde) e, in soprammercato, in concomitanza con timori del rallentamento dell'attività economica.



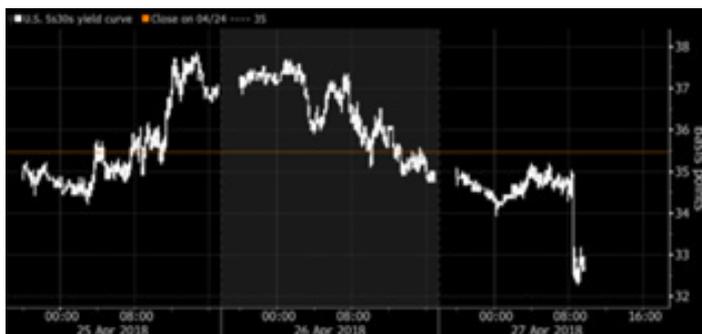
L'Indice Citigroup delle sorprese economiche (fonte: Citigroup, Yardeni Research)

Il movimento dei mercati non si spiega naturalmente solo con il simbolismo e l'emotività, nelle ultime settimane il prezzo delle materie prime è cresciuto. Materie prime più care significano prezzi più alti dei beni finali e, dunque, la possibile accelerazione della Federal Reserve nel riportare a normalità le condizioni monetarie.

L'aumento delle materie prime preoccupa anche per l'erosione dei margini di profitto delle società che i prezzi di borsa registrano puntualmente.

Inoltre, il ritorno di rendimenti superiori al 3% sostanzialmente senza rischio rende meno attraente la scelta dell'investimento azionario.

Di queste fonti di incertezza è cruciale quella relativa all'inflazione, la tassa sempre meno occulta che toglie valore al rendimento dei titoli obbligazionari. Ma non sono in molti a dare credito alla sua ripresa: il titolo trentennale, il più sensibile al rischio di inflazione, offre un rendimento di 3,2%. Nel 2014, con il decennale al 3%, il titolo a trent'anni rendeva poco meno del 4%.



Il differenziale di rendimento tra la scadenza 2 e 30 anni dei titoli USA (fonte Bloomberg)

Eppure, anche tenute presenti le condizioni dello scenario e il cambiamento di fase che in GAM definiamo "Post-New Normal", il 3% non è né un numero magico né una invalicabile linea Maginot. Nonostante sia stato superato con la stessa facilità, le conseguenze non saranno drammatiche come quelle derivate dall'aggiramento delle fortificazioni francesi nel 1940.

La soglia del 3% ha più a che fare con il simbolismo, una forza alla quale non si sottraggono neppure gli operatori sui mercati, che con la razionalità delle valutazioni.

I compratori a Wall Street continuano a dire la loro, aiutati da un altro numero dall'alto valore simbolico, la media mobile a 200 giorni che funge da supporto tecnico, ma convinti soprattutto dalle trimestrali delle società, alcune strepitose, e dalle prospettive ancora positive.

Come fa notare il FT, "anni di interventismo delle banche centrali nei mercati obbligazionari possono aver distorto i segnali che questi mercati mandano".

I rendimenti a breve sono saliti più rapidamente, l'inclinazione in appiattimento della curva americana suggerisce uno scenario di moderata crescita.

Troppo presto per decretare la fine del ciclo economico positivo (altro dal ricordarne la maturità), troppo presto per pronosticare una Grande Rotazione Globale dei portafogli dalle azioni alle obbligazioni.

Noi in GAM, L'Alpha e il Beta lo ha ricordato nel recente passato, siamo del parere che il ritorno di maggiore volatilità sia condizione indispensabile per il ripristino della normalità, del ritorno del rischio e delle sue valutazioni oggettive, in concomitanza con il graduale ritiro delle banche centrali dai piani straordinari di acquisto titoli.

Il 2018 sarà "l'anno della verità" perché vengono al dunque le incertezze del 2016, anno delle sorprese politiche, e del 2017, l'anno delle sorprese economiche.

Rientra l'eccezionalità del 2017, segnato da crescita globale sincronica priva di tensioni inflattive, gli episodi di volatilità saranno più frequenti, i rendimenti attesi più modesti.

Sarebbe però semplicistico ridurre la complessità del cambiamento in atto al superamento di un dato livello di rendimento del decennale americano. Le banche centrali promettono gradualità nel riavvolgimento del nastro delle politiche monetarie, non spariscono d'incanto le forze

strutturali che contrastano l'aumento dei rendimenti: i nuovi processi di produzione e nuove forme di lavoro, l'invecchiamento della popolazione, gli acquisti di titoli da parte di assicurazioni e fondi pensione.

Il ciclo economico è in una fase matura, gli Stati Uniti hanno forse superato il picco ma conservano potenzialità, l'Europa e le economie emergenti, più indietro, hanno ancora tela da tessere. Potenzialità e profitti attesi che potranno probabilmente assorbire anche un'ulteriore salita del Treasury verso 3,25%, 3,50%.

La variabile determinante resta l'inflazione, i mercati non prenderanno una direzione precisa finché non ne sarà più chiaro il comportamento.

Le nostre indicazioni non cambiano, alla direzionalità del rischio azionario, ancora preferito in termini relativi, affianchiamo il significativo sottopeso dei titoli governativi, più vulnerabili, e la presenza di strategie flessibili e multi-asset class, più versatili.



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.