

APRILE, IL PIÙ CRUDELE DEI MESI

Al termine di un trimestre effervescente, si sta affacciando sui mercati maggiore esitazione. Ci si interroga sulle possibili evoluzioni dello scenario, se cioè prestare credito ai segnali non rassicuranti dei mercati obbligazionari oppure se l'inversione della curva USA è solo un eccesso di reazione.

“Aprile è il più crudele dei mesi, genera lillà da terra morta, confondendo memoria e desiderio, risvegliando le radici sopite con la pioggia della primavera”.

Così canta Thomas Eliot nei primi versi del poema 'La terra desolata'. Un inizio struggente, il lettore è immediatamente catturato nel pessimismo del poeta, nel suo avvilito per il decadimento della società, terra desolata abitata da uomini e donne dall'esistenza svuotata di senso e riempita di ossessioni.

Aprile è davvero il più crudele dei mesi? Il poema di Eliot, denso di difficili simbolismi, rimanda alla desolazione, alla quale fa però seguito il ristoro. Il primo trimestre dell'anno è stato effervescente, da far quasi dimenticare gli ultimi mesi del 2018, ma i segnali sono contrastanti. Il trimestre si è chiuso con le note di ottimismo della borsa cinese, sostenuta dai progressi nelle negoziazioni con gli Stati Uniti, in buona compagnia con più o meno tutti i listini. Diversi e contrari i sentori dei mercati obbligazionari, che prezzano i rischi di una recessione imminente.



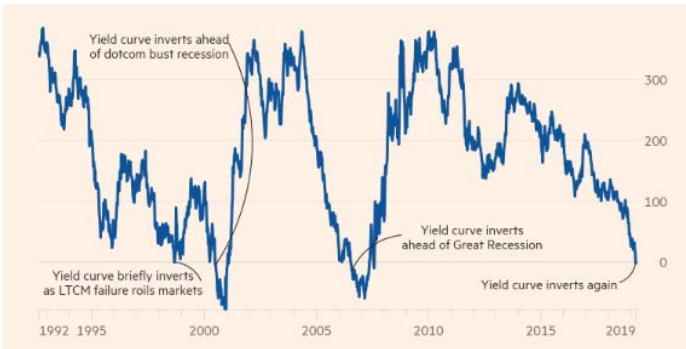
Thomas Stearn Eliot (1888 – 1965)

All'avvio del secondo trimestre ci si interroga sulle prospettive, ci si chiede se Madame Sosostri, la “chiaroveggente famosa” del poema di Eliot, estrarrà dal diabolico mazzo di carte il Marinaio Fenicio Annegato, la Dama delle Rocce, la Ruota o il Mercante da un occhio solo. Interessa soprattutto intuire il destino degli asset rischiosi, ora che la curva dei rendimenti americana ha preso una brutta piega. Il dibattito dei prossimi mesi girerà attorno a questi argomenti cruciali: le condizioni dell'economia americana, il rallentamento dell'economia globale, le verosimili azioni della Federal Reserve, le reazioni del mercato azionario.

Il rallentamento dell'economia globale e le politiche monetarie tornate accomodanti hanno spinto le borse, i timori della recessione hanno favorito il rally dei bond. Il rendimento del decennale americano è tornato nell'intorno del 2,4%, livello di oltre un anno fa, e la scadenza dei due anni, più sensibile alle mosse delle banche centrali, è scesa sotto il livello dei fondi federali, a 2,25%. Il rendimento reale del bund tedesco, in territorio negativo dal 2014, sembra indicare il ritorno della recessione o il ripristino della repressione finanziaria della BCE. L'inversione delle politiche monetarie ha riportato in evidenza il paradosso del pagare per il privilegio di prestare denaro, l'ammontare complessivo delle emissioni governative a rendimento negativo è tornato sopra i dieci trilioni di dollari.



Carlo Benetti
Market Specialist di
GAM (Italia) SGR S.p.A.

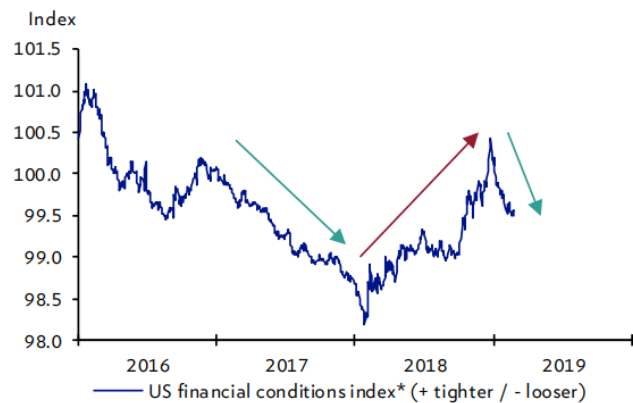


Differenziale di rendimento tra il T-bill 3 mesi e il Treasury decennale. Fonte: Bloomberg, FT.

La curva dei rendimenti americani si è invertita, l'ultima volta fu nel 2007, e quando i rendimenti a lungo termine sono inferiori di quelli a breve, i mercati stanno dando un potente segnale di cautela. Attenzione però alle conclusioni affrettate. E' vero, l'inversione della curva è un credibile segnale anticipatore di una fase recessiva ma è necessario leggere i dati con attenzione. Certamente non sono le curve dei rendimenti a innescare recessioni, piuttosto esse indicano le condizioni finanziarie in un dato momento. Il professor Campbell Harvey della Duke University, quello che negli anni '80 fece le prime indagini sulle capacità predittive delle curve dei rendimenti, ricorda che anche a fronte dell'inversione si verifica un effetto latenza che può durare molti mesi. Non si può per nulla escludere l'ipotesi di un eccesso di reazione dei mercati obbligazionari.

In GAM siamo dell'avviso che la recessione, come il paradiso di Warren Beatty, può attendere.

La Cina ha già messo in atto misure fiscali e monetarie per contrastare il rallentamento e, se avranno successo, resteranno contenuti anche gli effetti sull'economia europea. Le politiche monetarie sono tornate a sostenere i mercati, come se la vecchia Greenspan-put non fosse mai scomparsa, le valutazioni dei settori industriale e health-care presentano potenziali di crescita che, nella fase tarda del ciclo di espansione, sono particolarmente interessanti.



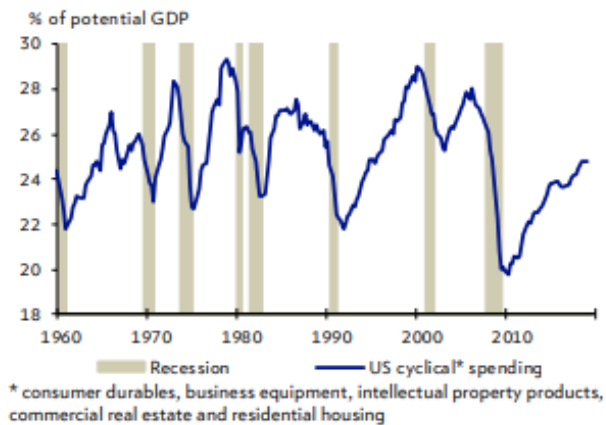
* the index includes the Federal funds rate, the 10-year US Treasury yield, credit default swap spreads, S&P 500 index and USD exchange rate

Migliorano le condizioni finanziarie. Fonte: Julius Baer, Goldman Sachs.

Il possibile miglioramento dei dati economici nei prossimi mesi tornerà a muovere i rendimenti di nuovo verso l'alto, dal canto nostro siamo a credere che il ciclo restrittivo della Fed si sia preso una pausa ma non sia terminato. Quest'anno, lo abbiamo ricordato nelle scorse settimane, è importante difendere il capitale piuttosto che aumentare i rischi al fine della massimizzazione dei rendimenti.

Se scopriremo che sono i mercati obbligazionari ad aver avuto ragione, e il rallentamento dell'attività economica sarà superiore a quello stimato, assisteremo al repricing dei listini e delle obbligazioni societarie, "ci sarà pianto e stridor di denti". Se invece le recenti azioni delle banche centrali si riveleranno efficaci e le autorità cinesi avranno successo nel frenare il rallentamento, assisteremo alla ripresa dell'attività economica.

Il fattore cruciale, la wild card dello scenario resta l'incertezza politica, se le questioni aperte delle tensioni commerciali, della Brexit e delle elezioni europee, continueranno a condizionare i mercati come hanno fatto nel 2018. Per queste ragioni, anche se l'attività economica dovesse riprendere, "lo spazio per la crescita dei listini resta limitato", scrive il nostro capo economista Larry Hatheway, ma il pessimismo di alcuni nella fase tardiva del ciclo presenta opportunità di acquisto per altri. Alcune delle questioni che contribuirono ad affossare i mercati lo scorso anno sono ancora qui, a cominciare dalla nebbia che avvolge la Brexit. Magari non mortale come la nebbia inquinata che nel 1952 causò migliaia di vittime nella capitale inglese ma dagli effetti potenzialmente devastanti, sulla credibilità della politica, sull'economia britannica e sui mercati (la borsa inglese si muove in correlazione con la sterlina).



La spesa ciclica USA non mostra segni di surriscaldamento. Fonte: Julius Baer, Bureau of Economic Analysis, Congressional Budget Office.

La preservazione del capitale, lo abbiamo ricordato spesso negli ultimi mesi, non è assicurata da una singola classe di attivo o dal “fondo giusto”, la cui raccomandazione è cercata da investitori inesperti. No, la preservazione del capitale è il risultato di un metodo di investimento, di una accurata costruzione di portafoglio che completi la diversificazione con strategie di nicchia nel reddito fisso. I rendimenti si riprenderanno dai livelli attuali, una diversificazione efficace di portafoglio comporta l'allargamento a strumenti liquid alternative, alternativi accuratamente selezionati, dalla bassa correlazione con la direzionalità. Settori sensibili al ciclo economico come i finanziari o i consumi discrezionali restano penalizzati dalle deboli prospettive di ripresa, mentre i mercati emergenti, benché parimenti penalizzati dal contesto, conservano buoni fondamentali.

Lo abbiamo ricordato un paio di settimane fa, le strategie direzionali non possono non tenere conto dei livelli delle valutazioni: quanto più queste sono contenute, tanto più si può aumentare la direzionalità e, viceversa, le componenti di “alpha” e di protezione si aumentano a fronte di maggiore incertezza, quando le valutazioni non sono più a buon mercato. Il nostro team multi-asset di Milano ha preso “parziale profitto dalle componenti più tradizionali del portafoglio” ricordava Antonio Anniballe “per incrementare le posizioni più attive, decorrelate o di difesa, in previsione di uno scenario che si presenta volatile, fragile, soggetto a frequenti cambi di direzione”.

Non sappiamo cosa ci riserveranno i prossimi mesi, intanto aprile, di cui Guccini si chiede “quali segreti scoprirà in te il poeta che ti chiamò crudele”, comincia con l'importante appuntamento del Salone del Risparmio, vediamo di vederci lì.

Per maggiori informazioni visitate il sito GAM.com



Importanti avvertenze legali:

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.