

# IL CAMPANILE DI MARCELLINARA

Le incongruenze e i contrasti costituiscono la normalità dei mercati finanziari, che si alimentano di incertezze e aspettative. Eppure, nonostante si tratti di verità nota, le contraddizioni continuano a originare esitazioni e ansie.

L'economia americana ha segnato due record. Con luglio la fase di espansione economica entra nella statistica come la più lunga nella storia o, perlomeno, la più lunga dal 1854, da quando il National Bureau of Economic Research cominciò a computare le serie storiche dei dati.

Venerdì scorso il numero degli occupati nel mese di giugno è stato il più alto del 2019. Sono stati creati 224.000 nuovi posti di lavoro, più dei 160.000 attesi e tre volte maggiore dei nuovi occupati di maggio.



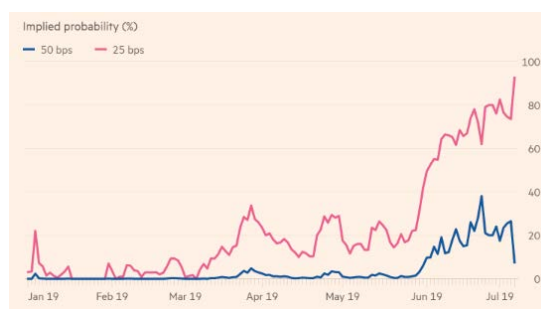
In giugno negli Stati Uniti sono stati creati 224.000 nuovi posti di lavoro. Fonte: tradingeconomics.com.

Il nuovo dato degli occupati ha scompaginato il quadro di un'economia in rallentamento e le conseguenti previsioni di tagli aggressivi da parte della Federal Reserve.

Le probabilità dei tagli e della loro intensità sono immediatamente cambiate, i prezzi dei future sui fondi federali non scontano più un taglio di 50 punti ma di 25.

Il rendimento del titolo a due anni, più sensibile ai tassi a breve, è balzato all'insù di quasi undici punti base, a 1,87%, mentre quello dei decennale è tornato sopra il 2%. Il doppio record di longevità dell'espansione e di nuovi occupati trova sintesi nella banca centrale alla quale il presidente Trump non ha fatto mancare la frecciata: "non abbiamo una Fed che sappia cosa stia facendo".

Spunto polemico forse utile a far dimenticare in fretta la gaffe del 4 luglio, la rivoluzione americana avrebbe avuto un esito diverso se l'aviazione di George Washington non avesse assicurato il controllo dei cieli.



Quasi azzerate le probabilità di un taglio dei tassi di 50 punti base da parte della Fed. Fonte FT, Bloomberg.

La banca centrale è sintesi perché il rallentamento trova conforto nelle condizioni finanziarie accomodanti, il dato del lavoro è invece un elemento positivo in un contesto di segnali contrastanti.

L'economia americana è in piena occupazione, il reddito disponibile delle famiglie aumenta di circa il 3% anno su anno, i consumi sono sostenuti, cresciuti in maggio di 0,4%. Dall'altra parte, gli indici di fiducia delle imprese scontano il rallentamento sull'onda lunga di guerra commerciale e affievolimento degli effetti dei tagli delle tasse. L'attività economica negli Stati Uniti sta effettivamente rallentando, la crescita nel secondo trimestre sarà prossima a 1,3%, meno della metà del 3,1% che ha segnato i primi tre mesi dell'anno.



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

Le incongruenze e i contrasti costituiscono la normalità dei mercati finanziari, che si alimentano di incertezze e aspettative. Eppure, nonostante si tratti di verità nota, le contraddizioni continuano a originare esitazioni e ansie.

Sigmund Freud parlerebbe di "perturbante", "unheimlich", aggettivo sostantivato con il quale il clinico viennese definiva una particolare specie di paura, l'angoscia che si prova verso qualcosa che si avverte come familiare e nello stesso tempo estraneo e pauroso.

Il Perturbante, "Das Unheimliche", rappresenta lo smarrimento che si prova nel distacco da una condizione fidata e protettiva, il turbamento che segue la perdita delle certezze.

L'investitore obbligazionario è stato "ganz heimlich", perfettamente a suo agio, nei "trenta gloriosi" dei tassi costantemente in calo. Tanto più forte è stata la sensazione di spaesamento quando ha scoperto che i titoli governativi non erano più l'investimento familiare che dava sicurezza. Da porto sicuro si erano trasformati in investimento rischioso o, nella migliore delle ipotesi, in distruttori di valore.

Allo stesso modo, i mercati sono stati perfettamente a loro agio con banche centrali accomodanti per molto tempo. La risolutezza manifestata nel 2018 dalla Federal Reserve nel procedere nella normalizzazione dei tassi fu la causa dello spaesamento. Una volta deprivati del loro punto di riferimento, ovvero il proseguimento indefinito dell'atteggiamento benevolo delle politiche monetarie, i mercati si scoprirono disorientati, fortemente a disagio.



Ernesto de Martino con la scrittrice Muzi Epifani in Lucania nel 1956. Fonte: Wikipedia.

L'antropologo italiano Ernesto De Martino racconta un episodio che descrive bene lo spaesamento, il senso di smarrimento. Si trovava nell'entroterra della Calabria, insicuro della direzione da prendere mentre si stava facendo sera. Incontra con sollievo un pastore al quale chiede di indicargli la direzione giusta. Ma il vecchio si esprime in dialetto stretto, De Martino non riesce a capire e gli propone di salire in auto, accompagnarlo al bivio e, una volta individuata la direzione, lo avrebbe riaccompagnato al punto dove lo aveva incontrato.

"Salì in auto con qualche diffidenza, come temesse un'insidia" racconta Ernesto De Martino "e la sua diffidenza si andò via via tramutando in angoscia, perché ora, dal finestrino cui sempre guardava, aveva perduto la vista del campanile di Marcellinara, punto di riferimento del suo estremamente circoscritto spazio domestico. Per quel campanile scomparso il povero vecchio si sentiva completamente spaesato ... lo riportammo poi indietro in fretta e sempre stava con la testa fuori del finestrino, scrutando l'orizzonte per veder riapparire il campanile di Marcellinara; finché, quando finalmente lo vide, il suo volto si distese e il suo vecchio cuore si andò pacificando".

Nello spazio domestico di Marcellinara il pastore incontrato da De Martino è "appaesato", come negli ultimi dieci anni si sono sentiti appaesati, "ganz heimlich", i mercati finanziari. Lo spaesamento si è verificato nella seconda parte dello scorso anno, le parole di Powell tolsero dalla visuale il campanile delle politiche monetarie accomodanti.

Come l'automobile dello studioso napoletano, la Fed ha invertito la direzione in gennaio, la visione rassicurante del campanile ha rasserenato gli animi, anche il vecchio cuore dei mercati "si andò pacificando".

Nella parte piena del bicchiere del nostro scenario globale abbiamo il sostegno della banca centrale, la piena occupazione, l'aumento dei redditi, i consumi, l'anno elettorale (Trump non tirerà la corda fino al punto di rottura, è nel suo interesse che la festa non finisca). La parte vuota è rappresentata dal rallentamento in Europa e in Giappone, dagli effetti dello scontro sulle tariffe, dal rallentamento del commercio internazionale, dalla diminuzione delle spese per investimento delle società americane, dalla minor fiducia nella tenuta dello scenario globale.

Le banche centrali sanno da che parte stare, tra il rischio di sbagliare per eccesso di rigore e il rischio di un eccesso di tolleranza preferiscono decisamente correre il secondo. Meglio tollerare un'economia in surriscaldamento e un po' di inflazione, originata da ritardi nell'azione, piuttosto che rischiare di frenare lo sviluppo con interventi intempestivi sui tassi.



Marcellinara negli anni '60. Fonte: sito web Comune di Marcellinara.

Il vero campanile da tenere d'occhio è quello degli utili aziendali. I margini operativi delle aziende sono intaccati da costi crescenti e produttività debole: la prova del budino la avremo in questi giorni, all'avvio della stagione sui risultati del secondo trimestre. Le stime di crescita degli utili delle società dello S&500 sono al di sotto del 2% anno su anno.

Da una diminuzione delle entrate anche modesta deriverebbe un deciso calo degli utili e, secondo il nostro Larry Hatheway "nei prossimi trimestri una recessione degli utili è più probabile di una recessione economica vera e propria".

Non sottovalutiamo l'inversione della curva dei rendimenti negli Stati Uniti, i tassi negativi in Europa, la contraddizione tra i nuovi massimi della borsa americana a fronte del rallentamento dell'attività manifatturiera. Non vogliamo correre il rischio di mettere anche noi eccessiva fiducia sulla Powell put, lo strike è probabilmente molto al di sotto di questi valori di mercato. Nella componente azionaria del portafoglio, nel frattempo ridotta a favore di strategie long/short e, per quanto possibile, non direzionali, confermiamo la preferenza alle azioni di qualità e poco volatili.

L'Alpha e il Beta lo ha ricordato anche nelle scorse settimane, i mercati emergenti restano una scelta allocativa di lungo termine, avvantaggiati dalla possibile debolezza del dollaro derivata dalle politiche della Fed.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](http://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.