

# TRE ELEMENTI COSTRUTTIVI

Nonostante le numerose fonti di incertezza, economica e geopolitica, le scelte di portafoglio tattiche possono contare su almeno tre elementi favorevoli

Il primo a parlare di “stagnazione secolare” fu l'economista Alvin Hansen negli anni Trenta. Il “Keynes americano” metteva in guardia dal rischio che l'economia degli Stati Uniti si avvistasse in una condizione di crescita stagnante di lungo periodo, un radicale cambio di paradigma rispetto ai cicli di crescita e di recessione che si susseguono nel tempo.

Hansen scriveva nel 1938, il secondo anno di quella che è stata definita la “recessione nel bel mezzo della Grande Depressione”. Nel 1937 sembrava che l'economia americana stesse riprendendosi, che fosse prossima a liberarsi dai limacciosi impacci della Depressione. Il governo e la banca centrale decisero quindi di ritirare gli stimoli fiscali e monetari. Si rivelò un grave errore, il PIL crollò del 11%, la produzione industriale del 32%, fu la terza peggiore recessione americana del XX secolo, dopo quelle del 1929 e del 1920.

E' una caratteristica della natura umana proiettare nel futuro le condizioni del presente e Hansen non sfuggì a questo vincolo, l'apprensione per le condizioni dell'economia americana, prigioniera di politiche restrittive e frontiere chiuse ai commerci, si trasformò in una ipotesi di stagnazione durevole nel tempo.

A distanza di poco più di settant'anni, i medesimi dubbi di Hansen sono stati ripresi da Larry Summers, economista di vaglia e di purissimo lignaggio accademico, nipote di due economisti premiati entrambi con il Nobel, Paul Samuelson e Kenneth Arrow. Nel 2013 Summers propose l'idea che il mondo stesse entrando in una condizione di stagnazione secolare, una prospettiva non molto diversa dal “saving glut” di cui parlava Ben Bernanke, l'offerta di risparmio globale eccede la domanda di finanziamento e causa la caduta dei rendimenti di lungo termine.

I mercati finanziari scrutano il passato nel tentativo di ricavarne preziosi indizi ma si alimentano di aspettative. Sappiamo che la storia non ha dato ragione ad Alvin Hansen e per il momento nessuno può dire se questa volta avrà ragione Larry Summers. Nonostante la stagione di risultati societari alla fin fine non così brillanti, Wall Street ha toccato nuovi massimi, il forward P/E è oltre 17, uno dei valori più alti degli ultimi 15 anni.

Alcuni analisti spiegano i risultati brillanti del mercato azionario con il “Summers trade”, prende cioè piede l'idea della stagnazione secolare e, in questa ipotesi, le banche centrali non potranno che comportarsi di conseguenza, rimandando sempre più avanti nel tempo la fine delle politiche accomodanti.

La Storia ripete le tragedie in farsa, diceva un barbuto filosofo, ma può talvolta accadere il contrario, che sia la tragedia a seguire la farsa. Qualcosa del genere capitò al compositore russo Dmitri Shostakovich in occasione dell'esecuzione della sua Prima Sinfonia. Orchestra e pubblico erano all'aperto e fu un disastro. A un certo punto dei cani cominciarono ad abbaiare, il pubblico a ridere e a quel punto gli orchestrali a loro volta suonarono più forte per sovrastare il rumore. Ma più energia mettevano trombe e percussioni, più forte i cani latravano e più fragorose erano le risate del pubblico. Eppure dieci anni dopo, nel periodo del Terrore staliniano, il grande musicista avrebbe ricordato con struggente amarezza quell'episodio, in quel tempo innervato da sospetti, delazioni e uccisioni avrebbe preferito che ci fossero ancora quei cani ad ascoltare la sua musica, non funzionari che decidevano della sua vita decretando la conformità del suo lavoro ai valori socialisti. Funzionari che abbaiavano ben più forte e, soprattutto, mordevano: molti colleghi di Shostakovich erano stati imprigionati e uccisi.



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



Il compositore Dmitri Shostakovich (1906 – 1975). Scrisse la Prima Sinfonia a 19 anni, saggio finale per il diploma al Conservatorio

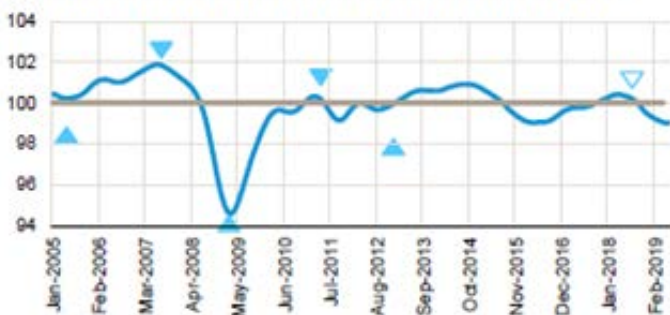
Mettendo in fila le notizie delle recenti settimane si ricava un quadro generale nel quale le ombre soverchiano le luci. L'economia dell'Eurozona rallenta pericolosamente al passo più lento dal 2013, rallenta la Cina, le economie emergenti e anche gli Stati Uniti pagano il dazio all'incertezza (vedi L'Alpha e il Beta del 9.9.2019). In soprammercato, le banche centrali non sono ancora attrezzate per contrastare efficacemente una eventuale recessione.

Sul fronte della geopolitica si moltiplicano i focolai di incertezza. La questione Brexit entra in settimane che dovrebbero essere decisive, il fatto che altrettanto decisive siano state molte settimane consumate in questi anni può sembrare divertente, ripetizione farsesca della storia, ma l'argomento resta serissimo, le ricadute politiche ed economiche tutt'altro che trascurabili.

Nei grani di un rosario di cattive notizie riconosciamo però almeno tre elementi costruttivi ai quali ancorare le scelte allocative di breve periodo:

1. La recessione è nelle paure, nell'inversione della curva americana, nelle attese, non è ancora nei numeri che semmai registrano il rallentamento della fase espansiva più lunga della storia recente, 123 mesi.

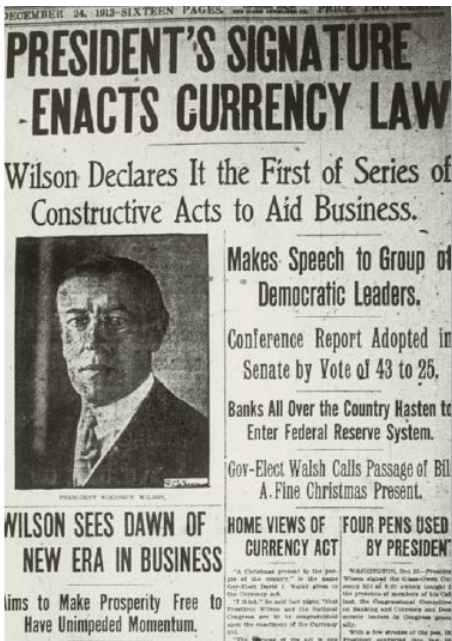
### Crescita in fase di rallentamento nell'area OECD



I Leading Indicator segnalano il rallentamento della crescita nei paesi OECD. Fonte: OECD, GAM

L'OECD ha rivisto al ribasso le previsioni della crescita globale del 2019, dal 4% a sotto il 3%. E' tempo che alla politica monetaria si affianchino adeguate politiche economiche perché, come rileva il capo economista dell'OECD Laurence Boone, "gli eventi degli ultimi diciotto mesi non sono un semplice trend temporaneo, l'incremento di dazi e sussidi, la continua mutevolezza delle politiche commerciali hanno rovinato la crescita nel commercio internazionale e dato il via a un pronunciato rallentamento della produzione industriale e degli investimenti". Un ragionamento non molto diverso da quello di Draghi il quale, con il linguaggio controllato dei banchieri centrali, ha ricordato come con il concorso delle politiche fiscali l'economia dell'Eurozona si troverebbe oggi in condizioni ben diverse. L'utilizzo dei margini di flessibilità consentiti da un deficit complessivo di 1,1% sul PIL dei 19 paesi della moneta unica aiuterebbe a contrastare le difficoltà del settore manifatturiero tedesco e italiano, restituirebbe fiducia a imprese e famiglie;

2. Il secondo elemento costruttivo è fornito dalle banche centrali che restano accomodanti, quasi fossero impigliate nella rete da loro stesse tesa, incapaci di liberarsi senza l'aiuto delle politiche fiscali. I mercati credono al "Summers Trade", al tocco taumaturgico dei banchieri centrali che ricorda la credenza medievale nel tocco guaritore del re di cui parla March Bloch, "il re ti tocca, Dio ti guarisce". Non funzionava nella Francia di Filippo VI, non funziona neppure nei mercati del XXI secolo, le banche centrali non possono fare tutto da sole, sono indispensabili adeguate politiche fiscali. La settimana scorsa ha fatto notizia l'improvvisa crisi di liquidità delle banche americane, la Federal Reserve di New York è prontamente intervenuta iniettando miliardi di liquidità. Può sembrare paradossale che abbia bisogno di denaro un sistema bancario da dieci anni inondato di liquidità, martedì scorso si è verificata la doppia combinazione di un'asta di Treasury con un'importante scadenza fiscale. Nessuna crisi sistemica alle viste ma l'episodio di martedì non si può liquidare come un'inattesa coincidenza, ci sono anche ragioni strutturali. Prima del cambio di passo del 2019 la Fed aveva sospeso il QE e aveva cominciato a contrarre la liquidità con il cosiddetto Quantitative Tightening, Dall'altra parte del parco della Casa Bianca però, nel palazzo del ministero del Tesoro, le politiche fiscali espansive del governo portavano a massicce emissioni di titoli, una mancanza di coordinamento tra autorità monetarie e politiche che ha portato alla pesante riduzione di liquidità nel sistema. La notizia è che la Fed continuerà a fornire liquidità straordinaria alle banche per altre due settimane, continua a indicare a 2% l'obiettivo di inflazione, continua però a non dire quale sia il livello della piena occupazione, l'altro obiettivo statutario. Una vaghezza che lascia le mani libere a Powell che, verosimilmente, terrà la Fed allineata e coperta in un anno elettorale, il terzo elemento costruttivo di breve termine;



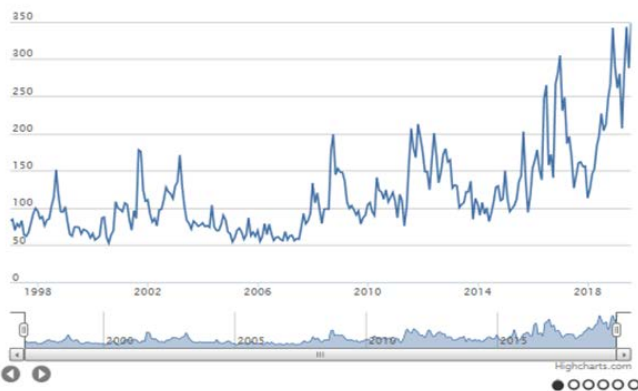
Dicembre 1923, il presidente Wilson firma il Federal Reserve Act, la legge istitutiva della banca centrale americana. Fonte: Federal Reserve Bank of Boston, Boston Public Library

Questi tre fattori costruttivi ci portano a confermare il sovrappeso azionario nei portafogli multi-asset. D'altro canto la fragilità dell'argomento TINA", There Is No Alternative, fa sì che il sovrappeso sia contenuto e la nostra diversificazione la più ampia possibile, anche in strumenti che abbattano i rischi di inversione della direzionalità (ad esempio strategie multi asset a bassa volatilità).

Un'ultima considerazione. Negli anni del Terrore staliniano, Shostakovich venne fermato e interrogato a lungo dalla polizia segreta a motivo della sua amicizia con il Maresciallo Tukhachevsky, entrato in disgrazia agli occhi di Stalin e poi sommariamente fucilato. Se voleva salva la vita, il musicista avrebbe dovuto confermare le false accuse al "Napoleone Rosso" e ad altri amici. Ebbe il fine settimana per pensarci su, il lunedì successivo avrebbe dovuto parlare. Furono due giorni terribili per Shostakovich, schiacciato nella tremenda alternativa di aver salva la propria vita dichiarando il falso, sapendo di mandare a morte certa amici innocenti. Una scelta drammatica che però gli venne risparmiata, in quei due giorni il suo inquisitore venne a sua volta inquisito e arrestato. Epurato l'epuratore, nessun altro si ripresentò alla porta di Shostakovich.

Una buona dose di fortuna non guasta mai.

3. una recessione nel 2020, anno di elezioni, avrebbe conseguenze negative sulle probabilità di successo di Trump. Indicatori basici come occupazione, inflazione o l'andamento della borsa sono facilmente comprensibili dagli elettori e usati come filtro per giudicare l'operato di un presidente. Trump, per quanto imprevedibile, farà estrema attenzione a non rompere il giocattolo, ha bisogno che la borsa e l'economia reale continuino a essere positive, dopotutto i suoi sostenitori vedono nella gestione dell'economia un punto di forza della sua presidenza.



L'Indice dell'Incertezza economica globale. Fonte: www.policyuncertainty.com

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.