

ALICE (ANCORA) AL BIVIO

Il filotto di dati economici negativi della settimana scorsa riporta indietro il gioco di qualche casella, di nuovo al bivio tra recessione e rallentamento. In tale contesto di tassi negativi ed elevata incertezza le obbligazioni sono la parte più vulnerabile dei portafogli

Alice, persa nel Paese delle Meraviglie, arriva a un bivio sulla strada. Da un albero la osserva il Gatto del Cheshire.

“Quale strada devo prendere” gli chiede Alice

“Dipende dove vuoi andare” risponde quello che, al “non lo so” della bambina aggiunge, “allora non ha importanza”.

Proprio come Alice, i mercati si trovano di nuovo al bivio tra recessione e rallentamento e non sono sicuri di quale strada imboccare. Purtroppo per noi, il bivio e le sue conseguenze sono reali, a differenza di Alice non sarà sufficiente “aprire gli occhi per tornare alla sbiadita realtà senza fantasia degli adulti”.



Il Gatto del Cheshire, Stregatto nella versione italiana del cartone animato, in una illustrazione di John Tenniel del 1866

La “R word”, la parola che per scaramanzia non si deve pronunciare, si era già presentata in agosto ma bastarono i toni concilianti di Trump e soprattutto il soccorso dei tagli della Federal Reserve per ricacciare indietro la sensazione di essere arrivati al capolinea.

Il filotto di dati negativi della settimana scorsa riporta indietro il gioco di qualche casella, siamo di nuovo a chiederci quale sarà la strada tra recessione e rallentamento.

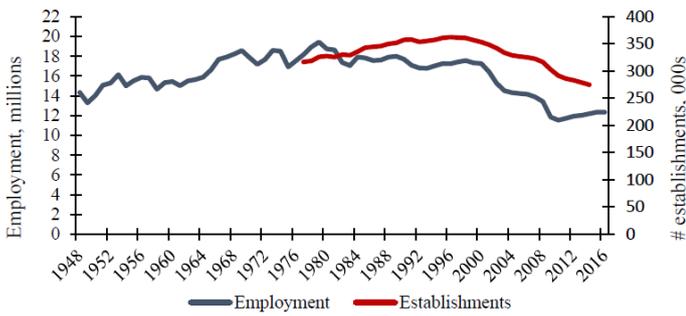
La contrazione del settore manifatturiero americano in settembre è stata la peggiore dal 2009, negli ultimi sei mesi la creazione di nuovi posti di lavoro nel settore è cresciuta, ma con numeri molto inferiori a quelli del 2018. La spesa per immobili non residenziali in agosto è stata negativa, -0,4%, altro indizio della minor voglia di investire in nuovi uffici, magazzini, fabbriche.

Il rallentamento del settore manifatturiero è in corso da tempo e non aveva davvero impensierito perché ha perso l'antico ruolo di preminenza, nell'economia americana contribuisce a meno del 10% del PIL, un po' di più nell'Eurozona.

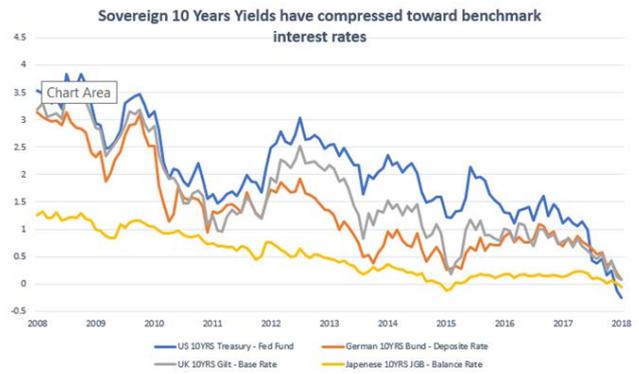
L'allarme è suonato perché il peggioramento di industria e costruzioni si è esteso al settore dei servizi, il vero traino delle economie avanzate. Negli Stati Uniti l'indice ISM “non-manufacturing” di settembre è sceso a 52,6 da 56,4 del mese precedente, un rallentamento che non si vedeva dal 2016.



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



Occupazione nel manifatturiero USA dal 1947 al 2016 e numero di impianti manifatturieri dal 1977 al 2016. Fonte: "Understanding the Decline of U.S. Manufacturing Employment" di Susan N. Houseman, W.E. Upjohn Institute, Bureau of Economic Analysis.



Fonte: Bloomberg, GAM.

La settimana è stata poi chiusa con le note positive del mercato del lavoro, la disoccupazione americana è al 3,5%, un dato che non si vedeva da dicembre 1969.

Si torna dunque a interrogarsi sulle evoluzioni della fase tarda del più lungo ciclo espansivo della storia, su esiti e conseguenze delle scelte monetarie, fiscali e nel commercio internazionale.

La parola chiave è incertezza, la battaglia per l'impeachment è stata ingaggiata a Washington ma si combatte nei fronti periferici di Mosca, Kiev e Roma. In Medio Oriente abbiamo già visto come un focolaio qualsiasi di crisi possa condizionare il prezzo del petrolio, un aggravio di costi per grandi importatori come Europa e Cina, alle prese con il rallentamento delle economie e i contraccolpi della guerra commerciale.

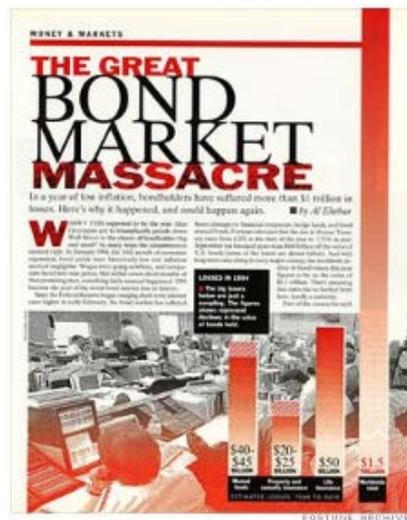
Il debito globale è un altro serio elemento di vulnerabilità, non è mai stato così elevato in tempi di pace. La regola aurea è che i rendimenti siano in linea con la crescita del PIL nominale, quando non accade, come nei decenni del secondo dopoguerra e in questi anni, si parla di repressione finanziaria. I tassi negativi sono stati lo strumento che ha consentito ai banchieri centrali di superare l'ultima Thule, oltre i confini del mondo conosciuto dello Zero Lower Bound, il vincolo dei tassi a zero ritenuto invalicabile.

Ora però sembra che le politiche monetarie stiano davvero avvicinandosi ai propri limiti, le misure non convenzionali sono via via meno efficaci, i bazooka sparano freccette, i benefici sono sormontati dai costi. Tra questi ci sono certamente la debole redditività delle banche, le perdite sui titoli obbligazionari presenti nei portafogli di assicurazioni, banche, fondi pensione, minor rigore nell'erogazione del credito, alterazione dei prezzi di tutti gli asset.

Il peggioramento delle condizioni economiche generali sembrano confermare che "Negative is the New Normal", come sostiene Joachim Fels di Pimco, attorno ai tassi negativi si sviluppano le analisi e i commenti più recenti, si parla con franchezza di superare anche l'altra ultima Thule, la traslazione dei costi della liquidità ai clienti finali.

Il 30 settembre 1981 il rendimento del Treasury americano a dieci anni raggiunse il massimo storico di 15,84%. In quel momento i tassi della Fed erano al 17%, l'inflazione all'11%, la struttura per scadenze piuttosto piatta, il rendimento del titolo a 6 mesi era di circa 0,5% inferiore alle scadenze più lunghe.

Il grande movimento di riduzione dei tassi che cominciò in quegli anni ebbe una brusca, dolorosa interruzione a metà degli anni '90. Nel febbraio del 1994 Greenspan, a fronte del rafforzamento dell'economia, decise di aumentare i tassi di 25 punti base. Fu una mossa inattesa alla quale fecero seguito altri aumenti, a fine anno i tassi ufficiali erano più alti di 225 punti e il 1994 si rivelò l'anno più disastroso nella storia delle obbligazioni, quello con le perdite più sanguinose. La rivista Fortune parlò di "Grande Massacro dei bond".



Fortune, settembre 1994

A quasi quarant'anni di distanza le condizioni sono completamente rovesciate, i rendimenti sono nella parte opposta dello spettro, ai minimi negli Stati Uniti, a zero o negativi in Europa e Giappone.

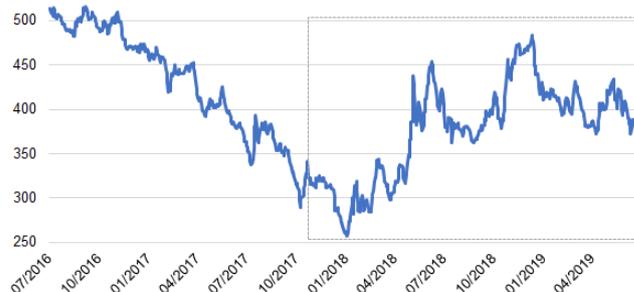
E' molto improbabile che si ripresentino scenari da anni Ottanta ma i detentori di titoli obbligazionari dovrebbero essere ugualmente avvertiti dei rischi: il debito globale è un macigno preoccupante, i governi approfittano dei tassi bassi per finanziarsi ulteriormente, un cambio di condizioni altrettanto repentino di quello del 1994 sarebbe doloroso.

Se la debolezza dell'economia dovesse accentuarsi ed estendersi è verosimile attendersi un re-pricing degli asset, i rendimenti andrebbero a nuovi minimi spinti anche dai comportamenti accomodanti delle banche centrali, il listino abbandonerebbe le quote di prossimità ai massimi, inevitabile esito di de-rating, minori utili, vendite di alleggerimento nelle allocazioni dei portafogli.

Lo scenario alternativo è altrettanto pericoloso. Gli investimenti pubblici sollecitati dai banchieri centrali e, pochi giorni fa, anche dal presidente della confindustria tedesca, sono la wild card dello scenario: i dati economici grami deprimono ancora di più i rendimenti, i prezzi stanno scontando anni di tassi negativi e assenza di inflazione ma cosa accadrebbe nell'eventualità di un cambio di scenario? Maggior debito pubblico, ritorno dell'inflazione, ripresa del PIL nominale e bilanci delle banche centrali tirati costituirebbero un mix micidiale per le obbligazioni, la parte preponderante e più vulnerabile dei portafogli.

Stare lontano dai rendimenti negativi significa temperare il rischio tasso cercando qualità nel rischio credito. Una soluzione efficiente è l'esposizione al beta di qualità del debito subordinato di emittenti dai solidi requisiti patrimoniali. Il debito subordinato del settore finanziario presenta un rendimento, in euro, attorno al 4%, il rischio è quello dell'incapacità dell'emittente di onorare i pagamenti delle cedole e il rimborso del capitale a scadenza. L'efficienza di questa soluzione è proprio nella verifica della solidità patrimoniale degli emittenti.

Le banche europee, ad esempio, hanno evidenti problemi di redditività, un aspetto che però riguarda solo gli azionisti, d'altro canto sull'inasprimento dei requisiti patrimoniali richiesto dalle autorità le banche hanno rafforzato la qualità e quantità del capitale regolamentare, hanno ripulito i bilanci, migliorato la capacità di assorbire perdite, hanno aumentato gli indici di solvibilità e di liquidità, elementi che danno sufficienti garanzie agli obbligazionisti.



Spread sul debito subordinato. Fonte: Bloomberg, GAM.

Inoltre i livelli delle valutazioni restano interessanti: nonostante gli spread da inizio anno si siano ristretti, sono ancora a livelli superiori di quelli di diciotto mesi fa.

La ricerca di qualità nel credito, l'esposizione ai mercati emergenti, i metalli preziosi come copertura dai picchi di volatilità e alternativa al monetario in un contesto di tassi negativi sono tra le soluzioni allocative suggerite dal Team multi-asset di Milano, l'obiettivo è cercare di proteggere il portafoglio dalle conseguenze dell'incertezza.

Siamo a un bivio, ma non ha senso chiedersi quale sia la strada giusta se, come Alice, non sappiamo dove andare. Il rallentamento si è esteso al settore dei servizi ma dall'altra parte le politiche monetarie costituiscono una decisiva salvaguardia.

Come aveva previsto Lord Keynes un po' di anni fa, quando l'incertezza è elevata le politiche monetarie espansive perdono di efficacia nel favorire nuovi investimenti e ridurre il risparmio. La politica monetaria è come una fune, utilissima a trainare, del tutto inadatta a spingere. Meglio esserne avvertiti.

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.