

MERCATI: GAME, SET, MATCH!

Uno dei lasciti di Paul Volcker è che, come la salute, ci si accorge dell'importanza della stabilità finanziaria solo quando si indebolisce. In Gran Bretagna le elezioni consegnano a Johnson un mandato chiaro, i mercati festeggiano le ritrovate certezze.

Una signora entra in un negozio di animali domestici per acquistare un pappagallo. "Questo costa 5.000 dollari" spiega il proprietario "perché parla correntemente inglese, francese, tedesco, italiano e spagnolo".

"Troppo caro per me" dice la signora "quello invece quanto costa?"

"Quello va sui 10.000 dollari"

"Come è possibile! Cos'ha di tanto speciale?" chiede la cliente sempre più sorpresa.

"E' un pappagallo giovane, sta studiando molto, conosce già il mandarino, il cantonese e il giapponese, ora sta imparando il coreano, le lingue del XXI secolo!".

"Io non starò a lungo nel XXI secolo" dice la signora "mi accontenterò di quel pappagallo laggiù nell'angolo, quello vecchio che perde le piume, con l'aria imbambolata".

"Ah, ma quello costa 25.000 dollari!"

"Ma come, perché costa così tanto un pappagallo vecchio e spelacchiato?"

"A dire la verità non lo so nemmeno io" risponde il proprietario del negozio "però gli altri due pappagalli lo chiamano Signor Presidente".

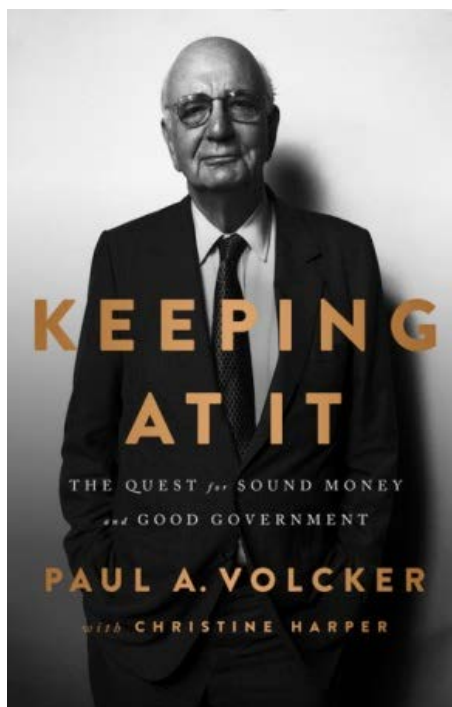
Lo scorso 8 dicembre è scomparso Paul Volcker, un grande presidente della Federal Reserve, e non per la sua altezza di due metri e un centimetro. Volcker merita davvero l'ossequio e la considerazione che si devono ai grandi presidenti.

La storiella del pappagallo apre il suo "Keeping at it", pubblicato nel 2018 e che Volcker ha scritto quando aveva già più di novant'anni. Dotato di buona dose di ironia, l'ex presidente si paragona esplicitamente al vecchio pappagallo del negozio, dalle dubbie competenze ma tenuto nella massima deferenza in quanto "Mister Chairman".

Il libro non è solo la testimonianza di uno dei protagonisti delle pagine più rilevanti della storia economica recente, è soprattutto una sorta di "professione di fede" nei valori ai quali Volcker ha sempre orientato la sua attività di public servant, orgoglioso di essere al servizio del suo paese e dei concittadini, al Ministero del Tesoro nei primi anni Settanta, a gestire lo sganciamento del dollaro dall'oro, e alla Federal Reserve, alle prese con la Grande Inflazione



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



"Keeping at it, the Quest for Sound Money and Good Government", il libro di Paul Volcker e Christine Harper, il lascito intellettuale di un grande public servant (PublicAffairs, Hachette Book Group 2018).

Paul Volcker aveva solida fede nel buon governo, nella disciplina di bilancio, nella cooperazione internazionale, nella finanza ancella e non signora dell'economia reale. Valori buoni negli anni di Volcker e altrettanto buoni oggi, senza i quali "non può reggere ciò che i Romani definivano *res publica*" scrive Martin Wolf sul FT.

Volcker ha guadagnato la celebrità internazionale per la mano dura con cui stroncò la grande inflazione all'inizio degli anni Ottanta. La sua indiscussa autorevolezza lo fece rientrare in gioco nella crisi del 2008, il governo americano gli chiese di sovrintendere al disegno di una diversa struttura normativa per restituire stabilità al sistema finanziario. Nel 2010 il Congresso votò la cosiddetta "Volcker Rule", una sezione del "Dodd Frank Act" che vietava alle banche di condurre operazioni finanziarie speculative, nei conti proprietari, utilizzando i depositi dei correntisti. La norma era finalizzata a contenere i rischi generati dall'abrogazione del "Glass Steagall Act", la legge del 1933 che separava l'attività di banca commerciale da quella di "investment banking".

Il "Glass Steagall Act" venne abrogato nel 1999, erano gli anni di una lunga fase espansiva dell'economia, dilagava l'ottimismo e la voglia di partecipare pienamente alla corsa sfaceva parlare con disinvoltura di "deregolamentazione". In effetti, la legge che rimuoveva i vincoli stabiliti negli anni della Grande Depressione portava l'altisonante titolo di "Modernizzazione del sistema finanziario".

Volcker se ne è andato nello stesso anno in cui anche la sua "Volcker rule", pensata per evitare il ripetersi di un altro 2008, è stata depotenziata. Il 2019, come fu il 1999, è un anno inserito in una lunga fase espansiva anzi, siamo nel più lungo ciclo espansivo della storia, a giugno è stato superato il record dei 120 mesi dal 1991 al 2001.

Come vent'anni fa, l'ottimismo porta, di nuovo, a sottovalutare l'importanza della stabilità del sistema finanziario e la stabilità finanziaria è come la salute, ti accorgi quanto sia preziosa solo quando si attenua.

Eppure è ben noto che la finanza, che sposta nel futuro gli impegni, esige un capitale di fiducia che porta con se, ontologicamente, instabilità e incertezza. I sistemi finanziari hanno elaborato modelli normativi e statistici sempre più complessi per gestire e quantificare l'incertezza tipica dei rischi di mercato, di credito, di tasso, di default, di liquidità, operativi, reputazionali.

L'incertezza finanziaria comporta certamente dei vantaggi, amplificando ad esempio la disponibilità di denaro accresce le prospettive di consumo, di investimento, di sviluppo. Ma sull'altro piatto della bilancia c'è la fragilità intrinseca della fiducia, che può essere tradita e che di per sé costituisce fonte di instabilità. Anche i tassi negativi praticati dalle banche centrali rischiano di minare a loro volta la stabilità finanziaria.



La copertina del Time del 8 marzo 1982, "Il tormento dei tassi di interesse". Dopo aver portato i tassi sui fondi federali quasi al 20%, l'economia americana entrò in recessione nel terzo trimestre del 1981, la disoccupazione arrivò al 10%, le pressioni su Volcker affinché allentasse la politica monetaria furono formidabili ma lui rimase coerente con la sua strategia, di abbattere le attese dell'inflazione nel lungo termine

L'eredità di Volcker è anche nella risolutezza con cui ha contrastato la deregolamentazione. Cominciò a mettere in guardia dai rischi di un sistema finanziario troppo libero negli anni della presidenza Reagan, perché la finanza tratta un bene peculiarissimo, il denaro, che risponde a leggi diverse da quelle che regolano le merci e i servizi.

Il suo scetticismo sul sistema finanziario è tutto in una sua frase lapidaria e definitiva, "la principale innovazione finanziaria degli ultimi vent'anni è stata il bancomat".

Ma la settimana scorsa è stata anche la settimana delle banche centrali e delle elezioni in Gran Bretagna.

Ancora una volta sono stati smentiti i sondaggi che davano come possibile l'esito un "hung parliament", un parlamento immobilizzato dall'assenza di una maggioranza assoluta.

Al contrario, la vittoria di Bo Johnson non avrebbe potuto essere più netta, i Tories hanno battuto il Labour di Corbyn anche in collegi di antica tradizione operaia, dove i laburisti dominavano da anni.

Per la prima volta dal referendum del 2016, nella politica inglese ci sono certezze, il 31 gennaio il Regno Unito sarà fuori dall'Europa, il 2020 sarà l'anno della negoziazione dei dettagli. I mercati, avversi all'incertezza, hanno immediatamente risposto con favore al cambiamento di scenario.

E' forse dai tempi di Blair che la Gran Bretagna non ha un premier sorretto da un ampio consenso popolare e una solida maggioranza, due circostanze che consentiranno a Johnson di portare avanti con determinazione l'agenda di governo. Il rallentamento economico, le prolungate incertezze sugli esiti della Brexit e, nelle settimane prima del voto, il miglioramento nei sondaggi del Labour di Corbyn, avevano disincentivato l'allocazione tattica nelle azioni europee e inglesi e, anzi, sono stati all'origine dei forti disinvestimenti.

E' ragionevole attendersi che i mercati continuino a guardare positivamente a quello che l'Economist definisce il "realignment" della politica inglese, un riallineamento che potrebbe durare nel tempo.

Il ripristino di qualche certezza favorisce la fiducia delle imprese, la crescita economica, i mercati finanziari. Ci aspettiamo una domanda di asset europei che ripristini le vecchie allocazioni, magari con una preferenza al settore ciclico. Nella borsa inglese le azioni del FTSE 250, di medie dimensioni e principalmente domestiche, hanno registrato una performance migliore delle grandi aziende del FTSE 100. La divergenza è spiegata dal rafforzamento della sterlina, che pesa sui bilanci delle aziende più grandi e con ricavi al di fuori dei confini nazionali. Il rafforzamento della sterlina mette in pausa, almeno per il momento, il rischio dell'inflazione, ulteriore segnale positivo per il listino britannico.

Se nell'equazione mettiamo anche l'accondiscendenza delle banche centrali e le buone notizie dal tavolo degli accordi tra Stati Uniti e Cina, che dovrebbero garantire qualche settimana o mese di tregua, per i mercati è davvero "game, set e match", il barometro dovrebbe restare orientato al bello.

Tutto questo non significa però che siamo nel migliore dei mondi possibili, e qui non ci sono ingenui Candidate.

La tregua tra Stati Uniti e Cina è solo la Fase Uno di un negoziato destinato a proseguire nel 2020, e dopo il 31 gennaio il governo Johnson dovrà fare i conti con la realtà della negoziazione dei dettagli con l'Unione Europea, un capitolo ancora vuoto a oltre tre anni dal referendum.

Il "riallineamento" della politica inglese è ancora tutto da scrivere.



FTSE 250 vs. FTSE 100 1.1.2019=100. Fonte: FT, Refinitiv.

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.