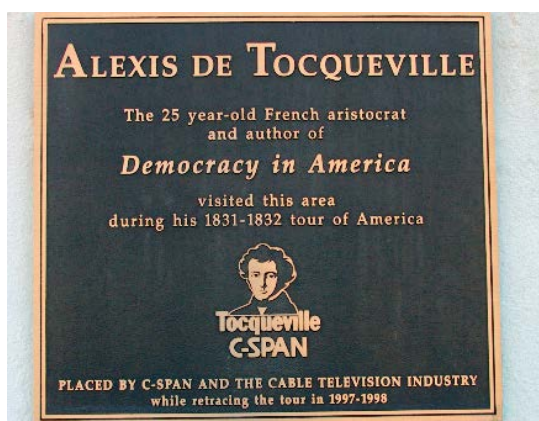


GIOCHI D'EQUILIBRIO

Scenari economici diversi nelle due sponde dell'Atlantico, uniti dal comune denominatore dell'incertezza, il "momento anfibio" esige qualche prudenza

Intorno agli anni Trenta dell'Ottocento, l'aristocratico francese Alexis de Tocqueville visitò gli Stati Uniti per motivi legati alla sua professione, era un magistrato, scopo del viaggio era lo studio del sistema carcerario americano. Cresciuto in Europa, assuefatto alla rigorosa divisione della società tra nobili, clero, borghesia e popolo, il giovane de Tocqueville rimase molto impressionato dalla liberalità dei rapporti sociali nella giovane nazione, dall'assenza di privilegi di nascita, dalla mobilità e, soprattutto, dalla possibilità di ascesa sociale grazie al merito individuale. Lo stupore fu tale che in breve il suo viaggio si trasformò in una felice occasione di indagine sulla democrazia e sul sistema politico in America. La caratteristica distintiva del popolo americano, scrive de Tocqueville, ciò che lo rende singolarmente diverso dai popoli europei, è lo "spirito irrequieto", l'aspirazione al risultato, al superamento dei limiti.

La storia degli Stati Uniti è una storia di progresso, di avanzamento tramite superamento; in America il concetto di frontiera non ha mai coinciso con quello di limite invalicabile, piuttosto la frontiera è limite da superare, sfida da vincere, costante movimento verso il progresso. Il movimento irrequieto è nel realismo di Twain, il sogno americano è quello del Grande Gatsby. La Frontiera dell'Ovest prometteva terre e ricchezza, la Nuova Frontiera del 1960 era la conquista della Luna, il programma elettorale di John Kennedy.



Una delle targhe che ricordano il passaggio di Alexis de Tocqueville nel suo viaggio negli Stati Uniti nel 1831. Photo credit: David Seibert, C-Span

Del tutto diversa la storia d'Europa "culla e tempio della civiltà occidentale", per dirla con Zweig. Al contrario della linearità degli Stati Uniti, la storia europea è un lungo sentiero tortuoso, fatto di progressi e di arretramenti, di avanzamenti e di decadenza.

All'"età del popolo", quella che per Gianbattista Vico coincide con la democrazia e la prosperità, non fanno seguito stadi di ulteriore miglioramento ma fasi di decadenza e barbarie dalle quali riprendere un cammino comunque prigioniero dei corsi e dei ricorsi storici.

Se i presidenti americani dell'Ottocento fantasticavano gli Stati Uniti come l'unione dell'intero continente americano, con la capitale a Città del Messico, in Europa la pace di Westfalia aveva messo termine alla Guerra dei Trent'Anni ma, soprattutto, aveva sancito il principio delle sovranità nazionali, le frontiere segnavano l'inviolabilità dell'autonomia dei vari Stati Nazione.



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

In rudimentale sintesi, potremmo dire che la storia degli Stati Uniti, di appena 246 anni, è fino a oggi progredita in modo lineare nel solco del liberalismo democratico mentre la lunga storia europea procede in modo circolare: l'affermazione del liberalismo democratico si alterna al successo di poteri oligarchici.

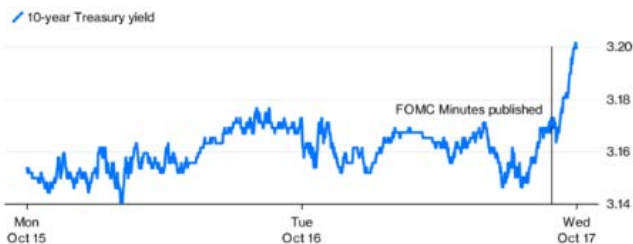
“Da allora in poi, per uscire dall’Inghilterra, avrei dovuto chiedere volta per volta i necessari visti stranieri, giacché in tutti i paesi regnava diffidenza contro quella ‘qualità di gente’, contro i senza patria e senza diritti, che non possono esser rispediti a casa loro, anche quando lo si vorrebbe”; parole scritte nel 1941 da un intellettuale ebreo privato della cittadinanza ma che emergono ciclicamente alla superficie della storia europea.

La diade linearità e tortuosità si ripropone nei mercati finanziari di queste settimane, con lo sviluppo di storie diverse dalle due parti dell’Atlantico.

Negli Stati Uniti l’attenzione è tutta sulla politica dei tassi, sulla linearità degli interventi della Federal Reserve e dell’inflazione, una sua eventuale accelerazione metterebbe in forse la tenuta di azioni e obbligazioni.

In Europa il quadro si presenta più confuso, la minaccia dello sconto commerciale con gli Stati Uniti si confonde con le fonti di incertezza politica, l’assenza di leadership forti, la questione apertissima della Brexit, l’isolamento dell’Italia nel confronto calloso con l’Europa.

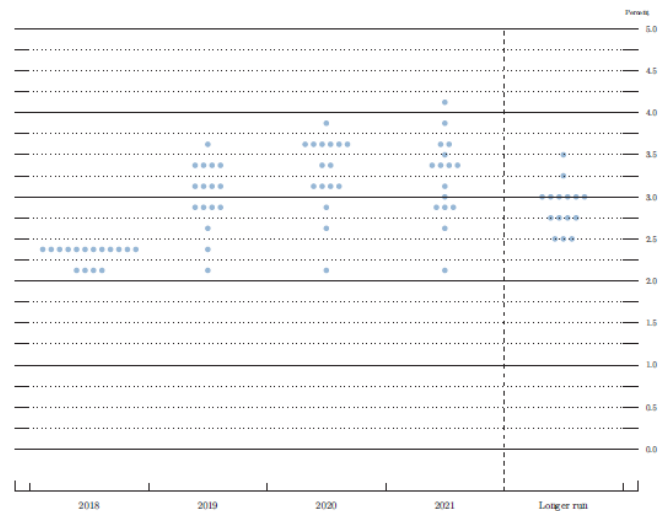
La settimana scorsa sono stati pubblicati i verbali della riunione della Federal Reserve di fine settembre, quando venne deciso l’incremento di 0,25% dei tassi ufficiali. I verbali non hanno rivelato sorprese, semmai sono stati delusi quanti cercavano indizi di qualche maggiore accondiscendenza nella ferrigna prosa dei banchieri centrali.



In concomitanza con la pubblicazione dei verbali della riunione della Fed, il Treasury è rapidamente salito oltre il 3,20%. Fonte: Bloomberg Data

I verbali mostrano che la maggioranza dei membri del Comitato Federale che governa la politica monetaria (FOMC, Federal Open Market Committee) prevede per l’anno prossimo tre aumenti, cinque di loro ne prevedono di più. La Fed sembra stare dietro l’inflazione che, nella componente depurata dei fattori volatili di energia e alimentari (cosiddetta “core”) è attorno al 2%, ma il mercato sembra stare dietro la Fed.

Dalle rilevazioni di Bloomberg pare che il mercato non creda così tanto alla determinazione di Powell; l’intervento sui tassi a dicembre è ampiamente atteso, ma i prezzi dei futures sui Fed Funds scontano un 60% di probabilità di due nuovi aumenti nel corso del 2019, con obiettivo 3%. Le probabilità di tre aumenti l’anno prossimo sono di appena 25%.



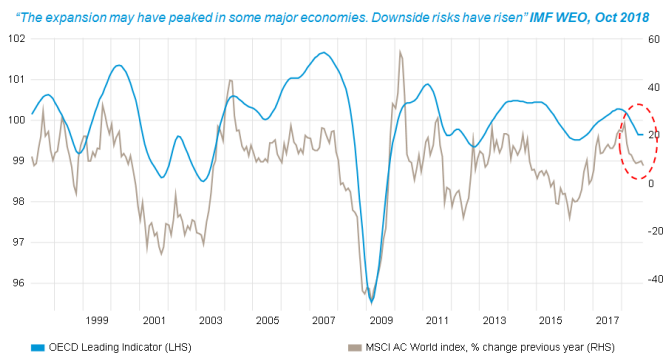
Le previsioni sui tassi dei membri del FOMC. Fonte: Federal Reserve, Minutes of the FOMC, September 25-26, 2018

Più la Fed avanza nella normalizzazione, più diventerà difficile scrutarne le mosse successive perché è difficile stimare il livello del tasso naturale. La questione aperta, e i verbali pubblicati mercoledì scorso non aiutano, è il punto d’arrivo, ovvero se la Fed sospenderà il percorso di normalizzazione dei tassi a un livello moderatamente restrittivo, a fronte di segnali di sovra-riscaldamento dell’economia, oppure a un livello neutrale.

Questo gioco d’equilibrio non si sviluppa solo nell’atmosfera rarefatta della teoria economica, quella dei modelli del tasso naturale di Boehm-Bawerk e Wicksell. Più prosaicamente, le scelte della Fed dovranno tenere conto del comportamento del dollaro, degli effetti che un suo rafforzamento avrebbe sul commercio internazionale (paradigma della moneta dominante) e sui flussi di denaro verso (o fuori da) le economie emergenti. Soprattutto, Powell non può non tener conto della conclamata volontà del presidente Trump di diminuire il disavanzo commerciale con il resto del mondo, obiettivo che mal si concilia con una valuta forte.

Nel brevissimo termine, il supporto dato dagli utili aziendali del terzo trimestre, dagli effetti latenti del taglio delle tasse, dall’aumento del reddito reale e del risparmio delle famiglie americane si stempera nella diminuzione dell’appetito per il rischio e nel ritracciamento in borsa del settore tecnologico.

In Europa le ricadute della guerra commerciale fanno emergere rischi specifici nei settori della tecnologia, del lusso, delle auto. Eppure, a fronte di queste incertezze e del deterioramento del quadro politico, i fondamentali delle aziende continuano a essere buoni, gli utili convincenti.



Le azioni globali non sono immuni dal rallentamento della crescita. Fonte Bloomberg, GAM

Alla fin fine, il “momento anfibio”, il progressivo abbandono di una condizione che non è ancora approdo a una condizione nuova e diversa, esige misure supplementari di cautela.

Spazio in portafoglio alle componenti a bassa correlazione con i beta più rischiosi come crediti a breve scadenza, Cat bond, MBS, la parte corta della curva americana. Anche le strategie alternative meritano considerazione, “purché vi sia un’attenta analisi preliminare del loro reale profilo di correlazione con i mercati tradizionali e della sostenibilità delle leve di performance” dice Antonio Anniballe, gestore del team Multi-Asset di Milano “in questa fase del ciclo alcune strategie long/short, in particolare market neutral, possono offrire un contributo positivo alla performance anche in uno scenario volatile”.

La pubblicazione in questi giorni degli utili aziendali fornisce carburante ai listini, ma da qui all'immediato futuro l'esposizione alle azioni, ancora in modesto sovrappeso nelle nostre strategie multi-asset, è condizionata alla tenuta del ciclo economico e alla solidità dei bilanci societari.

Sempre sui portafogli multi-asset, aggiunge Antonio Anniballe, “abbiamo aumentato tatticamente l'esposizione all'azionario emergente, in considerazione di valutazioni estremamente contenute, ma al tempo stesso, in caso di deterioramento del quadro macro, manteniamo opportuni contrappesi come le componenti di volatilità, market neutral e global macro”.

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.