

USCIMMO A RIVEDER LE STELLE

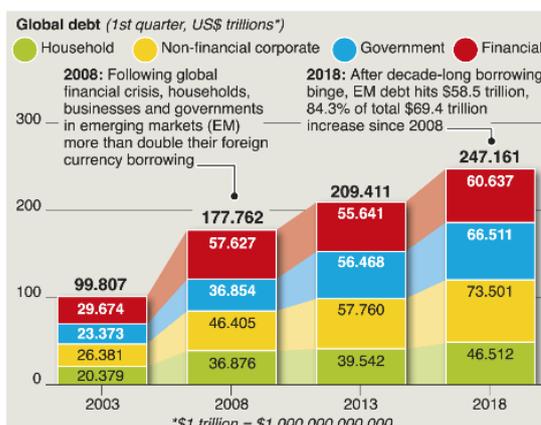
La correzione dei mercati è probabilmente stata favorita dall'aumento del decennale americano, dalle valutazioni tirate a Wall Street, dalle tensioni commerciali tra Stati Uniti e Cina. Il ritorno alla normalità delle politiche monetarie non sarà indolore

Dopo i fasti dei nuovi record messi a segno a settembre, con tutta probabilità il mese di ottobre sarà per Wall Street il mese peggiore degli ultimi dieci anni. Le cose non vanno meglio in Europa o in Asia, dove i mercati sono grossomodo prossimi ai minimi di due anni fa.

Che quest'anno avrebbe segnato un cambiamento di passo era, è, una convinzione diffusa che anche L'Alpha e il Beta non ha mancato di evidenziare in più occasioni ("Storia e poesia" del 3.4.2018, "Pazienza, Prudenza, Persistenza" del 25.6.2018, "Il momento anfibio" del 3.9.2018).

Nel corso del 2016 i paesi avanzati alla guida della crescita erano traino delle economie emergenti. Nel corso del 2017 l'espansione dell'attività economica globale acquistava caratteri di sincronicità e il mondo poteva dimenticare le paure della stagnazione secolare e della deflazione.

Ma la riconquista dello sviluppo non è stata priva di costi, il rovescio della medaglia è stato l'aumento del debito complessivo, quasi 250 trilioni di dollari, 250 mila miliardi, un numero impressionante se si pensa che il PIL mondiale è attorno a 80 trilioni di dollari. Nel 2007 il debito globale era attorno ai 177 trilioni, negli ultimi otto anni per ogni dollaro di attivo sono stati creati tre dollari di passivo. Il mondo è ancora seduto su un'impressionante montagna di debito!



Negli ultimi 15 anni il debito globale è cresciuto di circa 150 trilioni di dollari. Fonte: Institute of International Finance.

Grazie all'abbondante liquidità sui mercati dei capitali, i governi hanno rallentato i programmi di riforme strutturali, la cui necessità è stata ricordata da Mario Draghi la settimana scorsa. Ma perché mettere a repentaglio facile consenso politico con l'adozione di misure il più delle volte impopolari, quando la festa continua con gli alcolici generosamente forniti dalle banche centrali?



Per le medesime ragioni, sono andate affievolendosi la percezione e la valutazione dei rischi: anche qui, perché arrovellarsi troppo quando il mercato propone continuamente molteplici occasioni da non perdere? La fame di rendimenti ha così permesso all'Iraq di raccogliere nel 2017 un miliardo di dollari e altri 2,7 miliardi quest'anno, con un'emissione decennale al 5,8%. Poco più di un anno fa l'Argentina ha emesso un titolo a cento anni, poco prima il Rwanda aveva collocato sui mercati la sua prima emissione di un bond decennale. Accadeva nel 2013, a meno di vent'anni dalla fine di un'orrenda guerra a colpi di machete tra Hutu e Tutsi; il governo del paese africano ebbe la piacevole sorpresa di una domanda di oltre tre miliardi di dollari per un'offerta di 400 milioni, riuscendo a strappare un tasso di tutto rispetto, meno del 7%.

Nel 2018 però, per dirla con William McChesney Martin, presidente della Fed negli anni '50, le banche centrali sono tornate a fare il loro vero lavoro, quello di "togliere dalla festa le zuppiere con il ponce". Ha cominciato la banca centrale americana, con l'aumento dei tassi e la progressiva riduzione del bilancio con sforbiciate di 50 miliardi di dollari al mese. Ha fatto seguito la Banca Centrale Europea che a dicembre metterà fine agli acquisti straordinari.

La buona notizia è che i banchieri chiudono l'ombrello perché ha smesso di piovere, le politiche monetarie restano accomodanti ma l'attività economica non ha più bisogno di stimoli straordinari. La cattiva notizia è che il ritorno "a riveder le stelle", alla normalità, non sarà indolore.

Nell'ultima conferenza stampa Draghi è stato esplicito, la recente turbolenza sui mercati e le ombre lunghe sull'economia europea non faranno cambiare programma alla banca centrale, né saranno le eventuali difficoltà di singoli paesi a far modificare i piani. In quest'ultimo caso sono previsti i protocolli OMT, scopo statutario della banca centrale, ha ricordato Draghi, "è la stabilità monetaria, non il finanziamento di deficit fiscali". Ricordiamo ad abbondanza al colto ma soprattutto all'inclita, che nessuna banca centrale dei paesi avanzati è autorizzata a finanziare il debito pubblico.



Illustrazione di G. Dorè al Canto XXXIV dell'Inferno

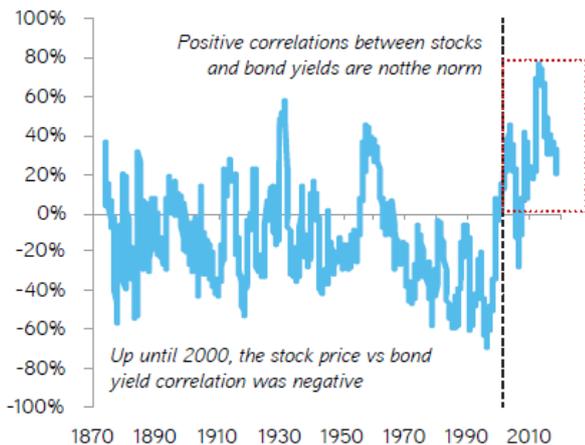
In questo cambio di paradigma generale nessuno può sapere se la correzione dei giorni scorsi sia un fenomeno temporaneo, una finestra d'ingresso destinata a richiudersi in breve tempo, oppure se sia l'avvisaglia dell'inizio della fine della lunga fase di mercato positivo.

Il barometro dell'economia reale è ancora orientato al bel tempo, nel terzo trimestre l'economia americana è cresciuta a un tasso annualizzato di 3,5% e sarebbe fuorviante imputare la correzione alla Federal Reserve, le sue intenzioni sui tassi sono annunciate da tempo e ampiamente scontate.

Più probabilmente, si sono combinati assieme tre fenomeni: l'aumento dei rendimenti del decennale americano, le valutazioni tirate a Wall Street, il crescente confronto muscolare tra Stati Uniti e Cina appaiato alla svalutazione della "moneta del popolo" che lambisce la soglia psicologica di sette Yuan per un dollaro.

Si può dire con ragionevole sicurezza che si tratta di un segnale di allerta per tutti, banche centrali, governi, operatori, risparmiatori. Nel 2007 venne al collasso un modello di crescita fondato sul debito e sull'accrescimento delle disuguaglianze ma da allora, lo abbiamo ricordato sopra, non è cambiato molto. Oggi una nuova crisi non potrebbe essere contrastata altrettanto efficacemente con tassi negativi e liquidità, perché siamo appena all'inizio del ripristino dell'ordine naturale della politica monetaria.

“Quando si abbassa la marea si vede chi nuota senza costume” dice Warren Buffett, un motto che in questo periodo andrebbe ricordato spesso: il ritiro delle banche centrali fa riaffiorare i rischi per quello che sono realmente, così come le maree della Bretagna lasciano all'asciutto le barche a decine di metri da riva. Stiamo uscendo da dieci anni di intorpidimento, torniamo a “riveder le stelle”, ovvero i rischi tornano a dover essere valutati per ciò che sono. Lo sanno bene gli investitori prevalentemente istituzionali che aderirono all'emissione del titolo argentino a cento anni: lo scorso giugno, al compimento del primo anno dall'emissione, il prezzo aveva abbandonato i fasti di quota 103 e traccheggiava attorno a 76, a oggi ha perso altre due figure. Le emissioni della Repubblica del Rwanda e della Repubblica dell'Iraq, nonostante le credenziali diverse da quelle argentine, patiscono l'allargamento degli spread del segmento high yield, tornati attorno ai 400 punti.



Correlazione a tre anni tra azioni e obbligazioni misurata con gli scostamenti mensili di S&P 500 e Treasury decennale: la correlazione positiva tra azioni e obbligazioni è fenomeno recente. Fonte: KKR, Robert J. Shiller, Standard & Poor's, Federal Reserve Board, US Treasury, Haver Analytics.

Al cambio di paradigma, la correlazione spuria che si è venuta a formare tra azioni e obbligazioni pone un problema ai portafogli diversificati in modo tradizionale: torna la volatilità e i rendimenti si fanno più grami (vedi anche L'Alpha e il Beta del 19.2.2018). Questo è il primo vero test per i mercati e, soprattutto, per migliaia di giovani operatori che non hanno mai sperimentato una vera crisi.

Per il breve periodo, la stella polare della rotta delle asset allocation è costituita dagli utili societari: da anni sopra le attese, soprattutto quelli del settore tecnologico, hanno consentito ai mercati di superare le sorprese politiche del 2016 e le notizie negative intensificatesi nel corso dell'anno: il loro indebolimento costituirebbe un concreto, convincente segnale di allarme.

Per il lungo periodo, l'unico che dovrebbe riguardare l'investitore accorto, le raccomandazioni sono le medesime di sempre: fedeltà al metodo, diversificazione ampia, strategie alternative con predilezione a quelle multi-asset flessibili a bassa volatilità.

Per Dante e Virgilio il ritorno alla contemplazione del cielo notturno significava la fine del faticoso viaggio nelle tenebre degli inferi, il ritorno alla luce e alla speranza. Per l'investitore il ritorno alla normalità significa il ritorno della volatilità e dei rischi, semplicemente gli ingredienti naturali dei mercati finanziari. Tornare a riveder le stelle significa tornare a riconoscere il valore della gestione attiva.

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.