

IL MOMENTO EMOTIVO

Dopo “la grande incertezza” e, nello scorso autunno, “il momento anfibio”, i prossimi mesi saranno probabilmente quelli del “momento emotivo”. L'emotività sta prendendo il sopravvento sulla ponderatezza, le opinioni sono considerate più rilevanti dei fatti e anche le banche centrali sembrano condizionate dall'emotività

“Può un ubriaco essere guidato da un cieco?” si chiedeva qualche settimana fa Donato Masciandaro sul Sole 24 Ore.

Nella metafora del professore della Bocconi l'ubriaco sono i mercati, ebbri di liquidità e, come un alcolista, chiedono la prosecuzione delle politiche monetarie espansive. Il cieco è la Federal Reserve, che non sembra avere le idee chiare su quale sia il livello al quale fermare l'aumento dei tassi.

La rivoluzione digitale e le dinamiche demografiche hanno trasformato radicalmente i processi produttivi, le catene globali del valore rendono le economie sempre più interdipendenti e nell'ultima parte del secolo scorso il rendimento reale globale è gradualmente sceso. Nello stesso periodo, dopo la fiammata degli anni '70, l'inflazione è stata strutturalmente imbrigliata, non è dunque affar semplice individuare il tasso di rendimento del capitale in un ambiente così radicalmente trasformato.

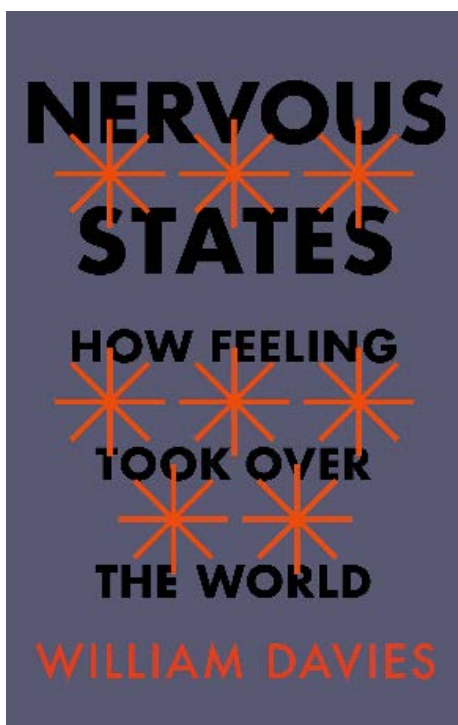
Dal 2008 le banche centrali hanno assunto il ruolo di protagonisti sul proscenio mondiale e hanno il merito di aver preservato il sistema finanziario dal collasso. Le banche centrali, la Federal Reserve su tutte, hanno dimostrato prontezza e originalità nell'adozione di misure mai sperimentate prima, non hanno ripetuto gli errori degli anni Trenta che furono causa della profonda deflazione globale.

Ma una cura sperimentale di dieci anni comporta delle controindicazioni e, rimanendo nella metafora di Masciandaro, i mercati inebriati dalla liquidità non si curano del rischio bolla o dei rischi di più lungo termine, a loro basta continuare ad avere generose misure espansive.

Il 2018 è stato il primo anno in cui è suonato l'allarme, in cui si è cominciato a fare i conti con il cambio di passo delle politiche monetarie. Per certi versi è stato un anno idiosincratco, non credo esistano spiegazioni del tutto soddisfacenti delle ragioni per cui quasi tutte le classi di attivo abbiano registrato risultati negativi o molto negativi. Sarebbe un errore considerare il 2018 dei mercati finanziari come un anno paradigmatico, è stato piuttosto un anno di passaggio dalla malattia e dalla cura di politiche monetarie ultra espansive alla convalescenza. Nonostante un ambiente macroeconomico ancora sostanzialmente favorevole, crescita degli Stati Uniti e degli utili societari, nell'ultima parte dell'anno hanno preso il sopravvento una serie di paure, il ritorno dell'inflazione, le tensioni commerciali, le incognite politiche in Europa, che hanno pesantemente condizionato il comportamento degli operatori. In riferimento al cambio di passo della Federal Reserve, in GAM parlavamo, in inizio anno, della “grande incertezza”, con esplicito riferimento al fortunato saggio di John Kenneth Galbraith del 1977. Nell'ultima parte dell'anno abbiamo parlato di “momento anfibio”, cioè dell'approssimarsi della crescita globale alle acque sempre meno profonde, prossime alla riva delle decisioni sui tassi e dei rischi politici.



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

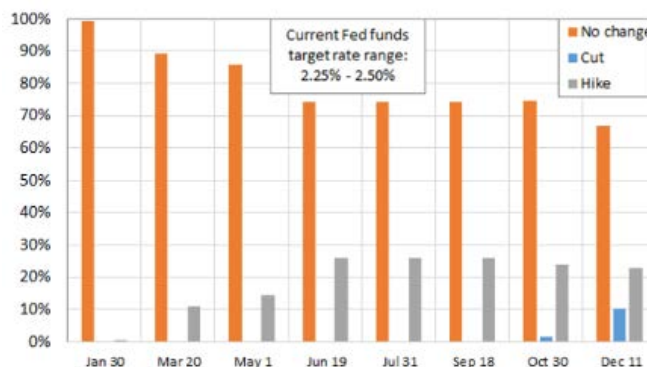


Il nuovo libro del sociologo William Davies, il titolo gioca sulla doppia interpretazione del termine "stato", come condizione mentale e come entità sovrana, le cui nevrosi sono alimentate dai social media.

I prossimi mesi saranno probabilmente quelli del "momento emotivo". I social, o per lo meno il loro uso, stanno alterando la percezione del reale, da tempo l'emotività ha preso il sopravvento sulla ponderatezza, le opinioni sono considerate alla stregua dei fatti, anzi alle volte gli stessi fatti vengono curvati al servizio delle opinioni. L'emotività sembra prevalere addirittura sulle competenze, sempre più spesso private del loro presupposto di credibilità. Dello spazio politico abitato dalle emozioni L'Alpha e il Beta ha parlato la settimana scorsa, ricordando la pericolosità della nostalgia quando utilizzata come leva di lotta politica. La società aperta, cosmopolita e avida di progresso promossa dalle culture liberali sta lasciando il posto a comunità diffidenti, chiuse, timorose del futuro. Nel suo ultimo Rapporto, il Censis descrive l'Italia come un paese in declino, impoverito, impaurito e incattivito dalla mancanza di sicurezze. Emozioni che però non sono esclusive del nostro paese, il sociologo inglese William Davies, nel suo ultimo libro "Nervous States, How Feeling Took Over the World", presenta gli stati occidentali come organismi politici in preda alla nevrosi, e causa della nevrosi sono le singolari dinamiche dei social media.

Le società stanno regredendo, scrive Davies: dalla teoria dello stato di Hobbes, che attribuiva alla politica il compito di eliminare la paura dalla vita degli individui, stiamo tornando alla paura come motore della politica. La raccolta di informazioni e l'analisi dei sentimenti delle pubbliche opinioni consentono campagne di disinformazione iper-personalizzate. Se l'emotività diventa centrale, gli esiti delle scelte politiche si fanno ancora più imprevedibili.

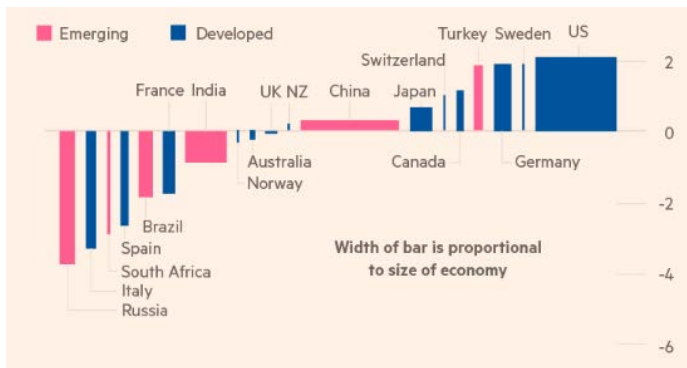
Ma l'emotività non risparmia neppure l'ambito delle politiche monetarie. Nelle dichiarazioni del 19 dicembre scorso, il presidente della Fed Powell fu esplicito nell'indicare il proseguimento di normalizzazione dei tassi e la riduzione del bilancio guidata "dal pilota automatico". Dichiarazioni che innescarono una brusca correzione dei listini e un rally nei titoli obbligazionari che spinse al ribasso i rendimenti. Le dichiarazioni di Powell mal si conciliavano con i dati di scenario, cinque grandi economie, Giappone, Germania, Italia, Svezia e Svizzera, stavano già registrando un cambio di marcia in buona compagnia della Cina. Gli Stati Uniti che potrebbero fare seguito se guardiamo ai dati del mercato immobiliare e degli investimenti produttivi. I future sui Fed Funds non avevano però dato credito al ragionamento di Powell, stimando un passo più lento nell'adeguamento dei tassi.



Probabilità implicite di aumento dei tassi nel 2019 basate sui prezzi dei Fed Funds (dati al 9 gennaio, fonte CapitalSpectator.com, cmegroup.com, seekingalpha.com)

In una conferenza nei primi giorni dell'anno Powell ha cambiato radicalmente registro, mettendo l'accento sulla capacità della Fed di "adattare le scelte con rapidità e flessibilità" sia sui tassi che sulla riduzione del bilancio, proprio le parole che i mercati volevano sentire. Il riferimento al "pilota automatico" fatto a dicembre aveva innervosito gli operatori e Powell, giustamente preoccupato della stabilità dei mercati, ha opportunamente corretto anche quella espressione.

Le dichiarazioni di Powell e le notizie dal mercato del lavoro hanno restituito baldanza ai listini e il rendimento del Treasury a due anni, il più sensibile alle decisioni sui tassi, è salito a sfiorare il 2,5%.



Le economie restano fortemente divergenti. Fonte: Goldman Sachs, FT.

Resta il fatto che l'emotività dei mercati si specchia su una Federal Reserve che sembra altrettanto emotiva, la sua "forward guidance" sembra offuscarsi proprio mentre si intensificano i condizionamenti politici dalla Casa Bianca, altro luogo in cui l'emotività sembra prevalere sulla razionalità. Se l'economia americana continuerà a crescere, a dispetto delle sue dichiarazioni accomodanti Powell dovrà continuare ad aumentare i tassi e diminuire il bilancio, se invece si verificasse un rallentamento, allora meglio prepararsi al repricing delle azioni, all'adeguamento delle valutazioni al nuovo scenario.

In ogni caso l'investitore ha davanti tempi difficili, le economie restano fortemente divergenti, i segnali contraddittori potrebbero far scivolare gli investitori nelle insidie dell'emotività. Dieci anni di politiche monetarie espansive hanno intorpidito la percezione

del rischio, abbassato la volatilità e favorito buone performance, il "momento emotivo" sarà verosimilmente caratterizzato da rendimenti contenuti e maggiore volatilità. La ricerca di rendimento non potrà non passare dalla più ampia diversificazione, di asset class, regioni, stili di gestione, strategie attive, dinamiche e, per quanto possibile, decorrelate.



Nella scena finale del film "Quattro matrimoni e un funerale", Andie MacDowell e Hugh Grant dichiarano i loro sentimenti sotto la pioggia. Il registro romantico della scena è rovinato dal tono incolore con cui l'attrice americana pronuncia la battuta: "davvero sta ancora piovendo? Non lo sento". Andy McDowell era evidentemente poco preparata, altrimenti avrebbe interpretato la battuta con ben diversa energia. Nella versione italiana Rossella Izzo, la brava doppiatrice, ha interpretato con maggiore intensità la battuta rendendo al pubblico italiano l'energia romantica della scena.

Noi dovremo fare come la Izzo, farci trovare preparati all'emotività che condiziona la politica, le reazioni dei mercati e, forse, la stessa "forward guidance" della Federal Reserve.

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.