

L'ALPHA E IL BETA

11 giugno 2018

Quando si muove la Fed, nessun luogo è sicuro

La guerra commerciale e le tensioni globali si scaricano sulle attese sui tassi: il differenziale tra il rendimento del titolo a due anni e il decennale si è ristretto, la curva americana si è appiattita. Ma la contemporanea riduzione del bilancio della Fed e l'aumento delle emissioni di Treasury costituisce un nuovo ostacolo

Una fiction televisiva dedicata alle vicende di un uomo di mezza età, single, che parla da solo.

Sembra incredibile eppure la serie giapponese "Kodoku no Gurume", il Gourmet Solitario, è arrivata alla settima edizione.

E' la storia di un uomo solo, appassionato di cibo, che parla a voce alta mentre consuma i pasti in solitudine. Gli argomenti delle fiction non sono mai casuali, per avere successo devono toccare le emozioni del pubblico e in Giappone la solitudine tocca una corda familiare a molti. Un quarto della popolazione ha più di 65 anni, oltre diciotto milioni di adulti vivono da soli, nel 2040 le autorità di governo stimano che il numero degli ultra- sessantacinquenni che vivranno da soli salirà dagli attuali sei a circa nove milioni. Il successo del Gourmet Solitario era stato correttamente previsto, la solitudine viene presentata non come una condizione malinconica e sfortunata ma, al contrario, come uno stato di nobiltà dello spirito, massima espressione di consapevole indipendenza.



"Il Gourmet Solitario", serie televisiva giapponese. Fonte, Youtube, FT

Gli autori della serie giapponese arrivano però buoni ultimi nel presentare le virtù del vivere soli. L'eremo è stato un valore centrale nella mistica del monachesimo medievale, secoli dopo saranno le liriche del romanticismo a esaltare la solitudine, compagna inseparabile del Giovane Favoloso di Recanati.

"Beata solitudo, sola beatitudo" è il titolo di un inchiostro poco noto che Umberto Boccioni disegnò tra il 1907 e il 1908, convinto della forza che la solitudine dà alla creazione artistica.

"Avere la forza di vivere senza amici, soli col proprio ideale: ecco la libertà... a questo si oppongono le convenzioni umane, il rispetto ai parenti, la famiglia" scriveva il maestro futurista.



U. Boccioni, "Beata solitudo, sola beatitudo", particolare, 1907-1908. Fonte: F. Rovati, Beata solitudo, sola beatitudo, Scalpendi Editore

Dubito che il presidente Trump conosca le solitarie vicende del Gourmet giapponese e men che meno Umberto Boccioni, eppure il suo "America First" si sta rapidamente trasformando in un sempre più consapevole "America Alone".

Sapevamo che al G7 canadese non si sarebbe celebrata la consueta liturgia che prevede, al termine, un ecumenico documento che con raffinato lavoro di cesello nasconde i dissensi dietro parole prudenti. Ma era davvero difficile pensare che sarebbe finito con gli stracci che volano.

L'America di Trump è l'alleato riluttante che non fa mistero del disinteresse verso gli accordi multilaterali ai quali preferisce la negoziazione bilaterale. Il vero "G" che interessa a Trump è il "G2" con la Cina e il "G3" allargato alla Russia.

Anche in Europa la voglia di "fare da soli" è sempre più marcata, ma la solitudine, condizione nobile dello spirito individuale, diventa limitazione invalidante nei rapporti tra stati in un mondo sempre più piccolo e integrato.

Dal 1° giugno l'acciaio europeo che entra negli Stati Uniti paga una tariffa doganale del 25%, l'alluminio del 10%. I leader europei hanno immediatamente risposto che all'azione americana seguirà un'adeguata reazione ma, come insegna la storia, delle guerre commerciali si conosce solo l'inizio. La loro gestione, le conseguenze e gli esiti finali sono imprevedibili. Il punto però non sono le singole misure che adotterà l'Europa, e i dazi sono sempre la misura meno efficiente perché danneggiano anche il paese che li applica, bensì l'assenza di un progetto condiviso, di un obiettivo di lungo periodo che giustifichi l'impegno delle leadership e dia sostanza politica alle iniziative diplomatiche ed economiche. In assenza di un simile progetto, il G Sette senza gli Stati Uniti sarebbe condannato alla grama condizione di "G Zero".



L'immagine iconica del G7 in Canada. Photo credit: Jesco Denzel/AFP/ Getty Images

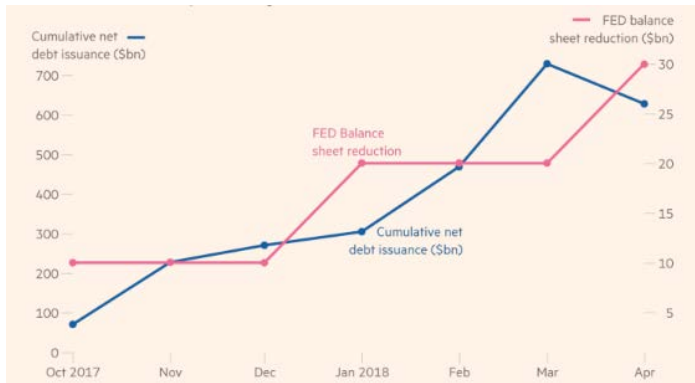
La guerra commerciale e le tensioni globali si scaricano sulle attese dei tassi: il differenziale tra il rendimento del titolo a due anni e il decennale si è ristretto e la curva americana si è appiattita. Gli acquisti nei piani di QE avevano abbassato i premi al rischio sulle obbligazioni ("term premium"), spinti al ribasso anche dall'indifferenza verso il rischio inflazione.

Nelle ultime settimane sono cambiate un po' di cose, la piena occupazione sta esercitando pressioni sui salari e sull'inflazione, l'Alleggerimento Quantitativo sta diventando un "Inasprimento Quantitativo": la curva americana dovrebbe cominciare a riprendere a breve una più ordinata forma di "irripidimento".

I mercati emergenti sono vulnerabili al dollaro ma, con un paio di avvertenze di carattere generale e una considerazione fondamentale, restano tra le nostre scelte allocative. La prima avvertenza riguarda l'espressione "economie emergenti".

E' anacronistica, nasconde le profonde differenze tra paesi e regioni compresi a pari titolo nel medesimo insieme. La seconda avvertenza riguarda l'orizzonte temporale. La forza del dollaro fonda sui rendimenti del Treasury, sul differenziale dei tassi e ... su Trump. Il suo braccio di ferro con il resto del mondo rallenta il flusso di dollari dagli Stati Uniti verso il sistema globale, gli investitori americani tendono a non rischiare, a tenere i dollari a casa. Il dollaro forte, almeno nel breve periodo, e le tensioni commerciali contribuiscono a un atteggiamento di avversione al rischio, negativo per le economie emergenti, soprattutto quei paesi con maggiori disavanzi commerciali.

La considerazione di carattere fondamentale riguarda le valutazioni delle borse emergenti e, tenendo conto dei progressi nelle questioni di governance e stabilità economica, "i listini emergenti sono l'unica classe di investimento 'in ritardo'" dice Tim Love di GAM "ma gli investitori di medio lungo termine nei listini emergenti devono assicurarsi si stare 'dalla parte giusta', quella dei paesi con credibili programmi di riforme e di sviluppo economico".



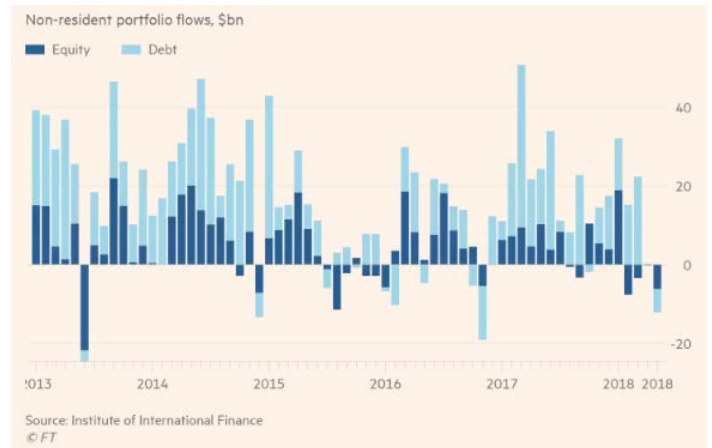
La riduzione del bilancio Fed si verifica assieme all'incremento di emissioni di Treasury. Fonte US Department of the Treasury, Bureau of the Fiscal Service, sifma.org, FT

Poi c'è la Federal Reserve, quando si muove la Fed nessun luogo è sicuro. Powell si trova alle prese con un problema inedito, descritto con precisione da Urjit Patel, governatore della banca centrale indiana.

La teoria economica prescrive che in un'economia con piena occupazione e inflazione emergente come quella americana, i tassi debbano crescere per prevenire il surriscaldamento dei prezzi. Il banchiere indiano però chiede alla Fed di rallentare, anziché accelerare, la normalizzazione della politica monetaria e del bilancio. E' vero, dice Patel, che se le economie emergenti si trovano in difficoltà con il finanziamento in dollari non è colpa della Fed. L'aumento dei tassi è stato ampiamente annunciato e prosegue in modo graduale dal 2016. Ma nelle ultime settimane si sta verificando una doppia, perversa combinazione: la banca centrale americana ha iniziato a diminuire il proprio bilancio, il Tesoro sta aumentando l'offerta di titoli per compensare i tagli delle tasse.

Una combinazione micidiale per le economie emergenti, scrive Patel, "se la Fed non rallentasse il suo piano di riduzione del bilancio, l'emissione dei Treasury assorbirebbe una parte così rilevante della liquidità in dollari che sarebbe inevitabile una crisi nel resto del mercato obbligazionario in dollari".

Oggi il bilancio della Fed ammonta a circa 4,3 trilioni di dollari, il piano di rientro avviato nell'ottobre 2017, prevede di arrivare a 50 miliardi di dollari al mese per il prossimo ottobre, un trilione di dollari a dicembre 2019. D'altro canto il deficit federale passerà da 804 miliardi di dollari del 2018 a 981 miliardi nel 2019, con l'incremento di emissioni nette di titoli da 1.169 trilioni nel 2018 a 1.171 trilioni nel 2019. In definitiva, argomenta Patel, il ritiro di dollari da parte della Fed procederà più o meno assieme a imponenti emissioni di titoli americani, una coincidenza certamente non voluta ma che costituirà un "double whammy", un "uno-due" ai mercati globali, una diminuzione di liquidità che nei mercati emergenti si è già manifestata con la brusca inversione dei flussi nelle ultime settimane.



Per la prima volta in 18 mesi flussi negativi dai mercati emergenti. Fonte: Institute of International Finance, FT

"Un arresto improvviso della ripresa economica globale colpirebbe anche gli Stati Uniti, le circostanze sono cambiate, dovrebbe cambiare anche la politica della Fed, raggiungerebbe in ogni caso l'obiettivo ma con minore instabilità lungo il percorso" conclude Urjit Patel.

Powell si trova dunque nel medesimo stretto passaggio in cui si trovarono Bernanke e Yellen prima di lui: confermare la rotta della politica monetaria orientata sulla bussola dell'economia domestica, oppure tener conto delle conseguenze che quella politica può avere sulla carta in dollari emessa fuori dagli Stati Uniti?

Quanto vale la mistica monacale della solitudine nella politica monetaria? Solo in Asia, escludendo il Giappone, nel 2017 le emissioni in dollari sono aumentate del 40% rispetto all'anno prima.

I dati su disoccupazione e attività manifatturiera hanno fatto salire il rendimento del Treasury e aumentato le probabilità che la Fed confermi la direzione intrapresa, ma il doppio fenomeno evidenziato da Patel ha dato maggiore volatilità ai Fed Funds.

La probabilità di altri tre aumenti nel 2018, implicite nel prezzo dei Fed Funds futures, erano a 40% a metà maggio, scese al 13% a fine maggio, risalite al 30% negli ultimi giorni. Dall'altra parte, le probabilità implicite di un solo ulteriore aumento nel corso del 2018 sono balzate dal 13% di metà maggio a quasi il 40% e poi ritracciate negli ultimi giorni sotto il 20%.

Come detto in questa Newsletter nelle settimane precedenti, l'osservato speciale resta l'inflazione, il tasso di "break-even" del Treasury a 10 anni, indicatore delle attese di inflazione degli investitori, resta al 2,07%, sopra l'obiettivo del 2% della Fed.

Per quanto riguarda i portafogli, meglio non scommettere, è a nostro avviso più proficuo investire energie e tempo nel metodo piuttosto che esercitarsi nelle previsioni. Quando si muove la Fed nessun luogo è sicuro, la miglior risposta è dare ai portafogli caratteristiche non di robustezza ma di anti-vulnerabilità, diversificando quanto più possibile, dotandosi di strumenti e orizzonte temporale congrui con gli obiettivi della pianificazione familiare.

Un'ultima cosa: nelle scelte di investimento è dubbio che la solitudine sia un valore, è invece certa l'utilità del confronto con qualcun altro, meglio se è un esperto di fiducia.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

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.