MILANO FINANZA

Settimanale

Data 17-02-2018
Pagina 15
Foglio 1

Grande Moderazione o bolla? Tre scenari sui mercati

di **Pascal Blanqué***

Dopo anni dominati da banche centrali che hanno inondato il sistema di liquidità, trascinato al ribasso i tassi di interesse e spinto gli investitori alla ricerca di rendimento su attività rischiose (credito e azioni), ci troviamo oggi a un bivio: le autorità monetarie stanno ricalibrando le loro politiche di fronte a un quadro ciclico in netto miglioramento. Gestire questa transizione è fondamentale. Lo scenario è quanto mai complesso: nel breve termine il quadro rimane positivo, con crescita in accelerazione, ma se allunghiamo lo sguardo in un arco temporale più ampio esso potrebbe evolvere seguendo tre differenti percorsi. Se infatti la crescita è ancora solida e sincronizzata, la ripresa ciclica non è in grado di nascondere una persistente e trasversale debolezza e una serie di trend che rischiano di avere effetti dirompenti sulle dinamiche che hanno finora garantito l'equilibrio delle economie a livello globale. L'invecchiamento della popolazione, la necessità di ridurre il debito, la crescita dei consumi nei mercati emergenti (collegata alla nascita e al consolidamento di una classe media in questi Paesi), lo sviluppo di nuove tecnologie e robotica e infine la maggiore sensibilità di consumatori e investitori verso temi di investimento sostenibili: sono i cinque trend secolari, tra loro interconnessi, che condizioneranno lo scenario economico di medio termine e gli equilibri geopolitici globali.

Mentre questi trend strutturali evolvono e si affermano, nel medio termine potrebbero verificarsi tre differenti scenari economici, con conseguenze ben diverse per i mercati finanziari. Il primo e più positivo scenario per gli investitori è quello che potremmo chiamare «Grande Moderazione 2.0». Una simile prospettiva sarebbe caratterizzata dal persistere di un ciclo economico caratterizzato da crescita ridotta ma decente e bassa inflazione. In uno scenario di questo tipo le banche centrali sarebbero in grado di ridurre gradualmente, fino all'azzeramento, l'accomodamento monetario. Non solo: la crescita sarebbe in grado di autoalimentarsi, guadagnerebbe spinta da innovazione, investimenti e domanda interna e contribuirebbe a ridurre la montagna di debito pubblico accumulato nel corso dell'ultima grande crisi e le diseguaglianze. Gli utili delle aziende salirebbero in maniera persistente, giustificando così anche valutazioni più elevate dei mercati finanziari. Nel breve termine questo sembra lo scenario più probabile, mentre in un lasso temporale più lungo alcune criticità rischiano di diminuire sensibilmente le possibilità che questo si verifichi. La principale fonte di rischio è proprio il cambio di registro nelle politiche monetarie delle banche centrali in un contesto di mercati compiacenti e vicini ai massimi storici. La percezione di volatilità strutturalmente bassa rischia di gonfiare ulteriormente i prezzi, già elevati, degli asset finanziari, con la probabilità di generare una bolla nel lungo termine. Noi non pensiamo che un regime di volatilità bassa sia sostenibile a lungo: ci aspettiamo che il recente rialzo della volatilità diventi strutturale, soprattutto qualora i mercati iniziassero ad anticipare una situazione di bolla o situazioni di disequilibrio, come la nuova accelerazione del debito in alcuni settore dell'economia.

Il secondo scenario che potrebbe verificarsi è rappresentato da una sorta di ritorno alle dinamiche degli anni '70, nel quale una monetizzazione rappresenterebbe una via d'uscita dall'eccesso di debito accumulato nel corso degli ultimi anni. In una simile ipotesi la monetizzazione si verificherebbe attraverso una crescita dell'inflazione dovuta a una crescita dei salari rispetto a profitti, dei beni e dei servizi potenzialmente guidata da protezionismo (tariffe sulle importazioni, barriere all'ingresso di capitali, beni e persone). In una simile ipotesi le banche centrali resterebbero «behind the curve» (dietro la curva) dal momento che l'inflazione inizialmente sorprenderebbe con una fiammata, ponendo ai banchieri centrali il dilemma di stabilire quanto sostenibile sarebbe la crescita dei prezzi e quanto velocemente dovrebbe essere attuata la stretta sui tassi. Crediamo che questo sia lo scenario meno probabile, ma in ogni caso una possibilità di questo genere dev'essere comunque presa in seria considerazione e tenuta ben presente dal momento che il vento del protezionismo sta soffiando con forza a livello mondiale. Questo scenario sarebbe negativo per gli investitori, con poche asset class in grado di proteggere, come l'oro e alcune attività reali.

Il terzo e ultimo scenario è accostabile infine alla bolla degli anni 90 e allo scoppio che poi ne è seguito . Si tratta di uno scenario di nuove liberalizzazioni e deregolamentazione in un contesto caratterizzato dal permanere di bassi tassi di interesse e crescita economica, che potrebbero causare un ulteriore aumento dell'indebitamento generale (soprattutto a livello privato). Queste condizioni porterebbero i prezzi degli asset a gonfiarsi fino a creare una bolla destinata poi a scoppiare. Nella fase di bolla le attività rischiose sarebbero favorite, mentre lo scoppio genererebbe una crisi finanziaria e una spirale deflazionistica. A seconda del livello dei tassi presente al momento dello scoppio della bolla, i cosiddetti «safe assets», come l'oro o i titoli di Stato, potrebbero fornire un certo livello di protezione. Uno scenario di questo tipo a nostro avviso ha una bassa probabilità di realizzarsi nel breve termine, ma una probabilità piuttosto alta nel medio termine.

È chiaro che tutti questi scenari possono avere conseguenze profonde per gli investitori. Va notato che mercati come quelli attuali, caratterizzati da valutazioni molto elevate nella maggior parte delle aree investibili, espongono gli investitori a una distribuzione asimmetrica dei rendimenti con guadagni limitati (a causa dei rendimenti attesi più bassi) e maggiori perdite potenziali (a causa di valutazioni elevate e dell'aumento del rischio di eventi di coda). Le strategie di investimento dovrebbero perciò essere ripensate proprio alla luce di questa considerazione e di una possibile sequenza di realizzazione di questi scenari (una «Grande Moderazione 2.0» che porta a una nuova bolla e a una possibile monetizzazione del debito): da un punto di vista tattico pensiamo non sia ancora il momento di ridurre sensibilmente l'esposizione alle attività rischiose (le condizioni finanziarie sono ancora abbastanza accomodanti e il ciclo economico è ancora forte e sincronizzato a livello mondiale), ma è il momento di ricalibrare i rischi in portafoglio (concentrandosi sui mercati azionari con valutazioni ancora attraenti, come Europa, Giappone e, in maniera selettiva, alcuni Paesi emergenti) e di avere un approccio estremamente flessibile sul reddito fisso. In una prospettiva di più lungo termine i cambiamenti di regime nelle strategie della banche centrali richiederanno di ripensare alle strategie di investimento in modo da tenere conto dei possibili scenari e della loro evoluzione. Questo significa essere in grado di ideare strategie di investimento che possano funzionare bene nello scenario che riteniamo più probabile, ma anche capaci di non erodere i margini, qualora si verificassero gli scenari meno probabili. Significa anche impostare strategie di protezione nel caso dovessero materializzarsi gli scenari più negativi. La costruzione di un portafoglio in grado di tenere presente le sfaccettature di più scenari, in base all'orizzonte temporale dell'investitore e ai profili di rischio e liquidità richiesti, diventerà perciò fondamentale. Un approccio di questo tipo rappresenterebbe infatti la soluzione più adatta per affrontare le fasi di turbolenza di mercato che dovessero verificarsi qualora le banche centrali dovessero fare bruschi cambi di passo nelle politiche monetarie ma anche per non perdere le opportunità offerte dai mercati, qualora la «Grande Moderazione» dovesse proseguire ancora per un po'. (riproduzione riservata)

**chief investment officer Gruppo Amundi*

Codice abbonamento: 064954

Ritaglio stampa ad uso esclusivo del destinatario, non riproducibile.