

LA SETTIMANA CORTA

Per i mercati la settimana che precede la Pasqua è storicamente corta e quest'anno è stata anche particolarmente intensa, cominciata con l'annuncio dei paesi OPEC+ di tagliare la produzione di petrolio e terminata con gli scricchiolii nel mercato del lavoro negli Stati Uniti

La festa cristiana della Pasqua e la Pesach ebraica celebrano la memoria di un passaggio.

In origine la festa ebraica di Pesach era legata ai tempi dell'attività agricola, coincideva con la raccolta del frumento, in seguito divenne la celebrazione del passaggio del Mar Rosso e della liberazione dalla schiavitù d'Egitto. Per i cristiani la Pasqua è memoria della Risurrezione, il passaggio dalla morte alla vita di Gesù. È una festa mobile, collocata nella domenica successiva alla prima luna piena dell'equinozio di primavera.

Nei primi secoli dell'era cristiana la datazione della Pasqua fu motivo di controversie tra la Chiesa di Roma e la Chiesa d'Oriente, fu il Concilio di Nicea del 325 a stabilire una volta per tutte la regola in vigore ancora oggi, la Pasqua cristiana si celebra la prima domenica dopo il plenilunio che segue l'equinozio di primavera.

Non ci sono invece mai state dispute nello stabilire la chiusura della borsa di New York nel giorno del Venerdì Santo, nonostante non sia festa federale e gli altri uffici e le banche restino aperti.

Probabilmente non ci sono mai state discussioni perché la tradizione che va avanti da oltre 150 anni non è dovuta a motivi religiosi, fatalmente divisivi, ma più semplicemente per ragioni di scaramanzia: il Venerdì Santo in inglese è "Good Friday" ma anche "Black Friday", dal colore dei drappi che anticamente coprivano le croci e le statue nelle chiese (nulla ha a che fare con il "Black Friday" che apre la stagione degli acquisti natalizi).

Meglio non parlare di "Black Friday" a Wall Street e così, nonostante non ci siano testimonianze di qualche antico crollo dei prezzi nel giorno del Venerdì Santo, per non correre il rischio di un karma negativo, dal 1864 nel giorno del "Black Friday" non ci sono contrattazioni a Wall Street (con l'eccezione di tre anni, 1898, 1906, 1907).



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



Giotto (1267-1337) Resurrezione (1304-1306, affresco, Cappella degli Scrovegni, Padova)



Luca della Robbia (1400-1482), Resurrezione (1444, Cattedrale Santa Maria del Fiore, Firenze)

Per i mercati finanziari quella che precede la Pasqua è dunque tradizionalmente una settimana corta e quest'anno è stata anche una settimana intensa, cominciata con l'annuncio dei paesi OPEC+ di tagliare la produzione di petrolio e terminata con gli scricchiolii nel mercato del lavoro negli Stati Uniti,

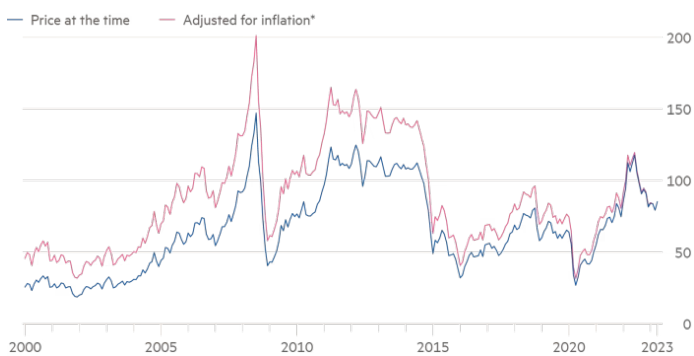
L'Arabia Saudita e i paesi alleati nell'Opec+ hanno preso di sorpresa il mondo con la risoluzione di tagliare la produzione di oltre un milione di barili al giorno, circa l'uno per cento della domanda globale. La decisione è stata presa per sostenere i prezzi del petrolio ma interviene in una fase di vulnerabilità dell'economia globale e comporta conseguenze economiche e geopolitiche.

Le conseguenze economiche sono nel rischio che la spinta al rialzo dei prezzi dell'energia diventi un fattore destabilizzante, complichino il lavoro dei banchieri centrali, metta pressione ai paesi più poveri alle prese con il debito e il dollaro forte; i mercati scontano tagli dei tassi d'interesse da parte della Fed ma le tensioni sui prezzi del petrolio sono ossigeno al fuoco dell'inflazione, i mercati stanno probabilmente sottovalutando il tempo necessario per riportare l'inflazione attorno all'obiettivo del 2%.

I nuovi equilibri in Medio Oriente tratteggiano i profili delle conseguenze geopolitiche: l'Arabia Saudita allarga la distanza con Washington, l'Opec+ riconquista centralità negli equilibri globali, si fa irrilevante l'influenza americana sulla politica petrolifera del Regno, l'economia russa allo stremo si ritrova l'aiuto insperato di un prezzo più alto per le sue esportazioni.

Crude oil is relatively cheap

Brent price (\$ per barrel)



* using US CPI
Sources: Refinitiv, FT calculations
© FT

Petrolio relativamente ancora a buon mercato: in termini "inflation adjusted", il prezzo del Brent di giovedì 6 aprile (USD 85,12 a barile) equivale a circa 73 dollari di cinque anni fa. Il prezzo record del petrolio di 147 dollari al barile nel 2008 oggi sarebbe più vicino ai 200 dollari. Fonte Financial Times 7 aprile, Refinitiv, FT calculations.

Cominciata con il petrolio, la settimana corta è finita con i primi segnali di debolezza nel mercato del lavoro negli Stati Uniti: il ritmo delle assunzioni rallenta, per la prima volta in due anni i posti di lavoro vacanti sono scesi sotto i dieci milioni, diminuiscono la domanda di lavoratori e la crescita dei salari: è il rallentamento che la Fed stava aspettando come conferma del successo dell'inasprimento dei tassi.

La fine della Quaresima religiosa coincide con la prossimità della fine della quaresima del lungo ciclo restrittivo dei tassi, l'inflazione negli Stati Uniti sembra sconfitta, e questa è probabilmente la buona notizia di Pasqua. Negli ultimi tre mesi il tasso di aumento dei salari è rallentato al 3,2%: messa in termini semplici, il tasso di inflazione equivale grossomodo al tasso di crescita dei salari meno il tasso di crescita della produttività. Negli Stati Uniti il tasso di crescita annuo della produttività è stato negli ultimi anni mediamente del 1,4%, togliamo questo valore al tasso di aumento dei salari del 3,2% e otteniamo valori di inflazione inferiori all'obiettivo del 2% della Federal Reserve

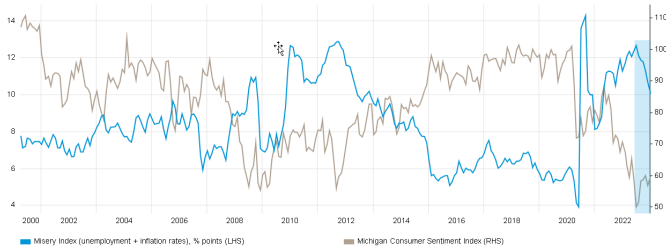


Media delle paghe orarie in USA. Fonte FRED St. Louis Fed, US Bureau of Labor Statistics.

Nella realtà le cose sono un po' più complicate, bisogna tener conto del fattore tempo, dell'inerzia degli affitti, dei magazzini pieni di merci da smaltire e prodotte o acquistate quando i costi dell'energia erano più alti. Ma negli Stati Uniti è questione di tempo, la strada è segnata, l'attività economica rallenta e nei prossimi mesi continuerà a rallentare anche l'inflazione; la pasqua laica degli operatori è il passaggio di fase, i prezzi dei futures sui Fed Funds scontano un ulteriore aumento dei tassi di un quarto di punto a maggio ma è prossima la fine del ciclo restrittivo, il tasso di arrivo è stimato tra 5% e 5,25%

Non mancano naturalmente le incognite:

- la prima è lo stesso mercato del lavoro: i dati della settimana scorsa sono prime rilevazioni che potrebbero venire modificate e contraddette da dati più accurati;
- l'intensità del rallentamento o recessione: la manovra per pilotare l'economia verso un atterraggio più morbido che duro è sempre estremamente difficile, quando riesce è il più delle volte dovuta più al caso che all'abilità del pilota;
- le modalità con cui il settore bancario gestirà il deflusso dei depositi dalle banche regionali verso quelle di maggiori dimensioni: la riduzione del credito è un canale di trasmissione di contagio verso il rallentamento economico, non sappiamo ancora quale sarà l'intensità della contrazione dei crediti, alcuni analisti quantificano l'inasprimento delle condizioni finanziarie equivalente all'incirca a un mezzo punto di rialzo dei tassi;
- il comportamento dei consumatori: la loro spesa è rimasta alta quanto basta per indurre la Federal Reserve ad aumentare i tassi di interesse, i consumi rappresentano oltre i due terzi dell'attività economica statunitense; il mese scorso la spesa dei consumatori è aumentata dello 0,2% ma il più difficile accesso al credito peserà sulla domanda.

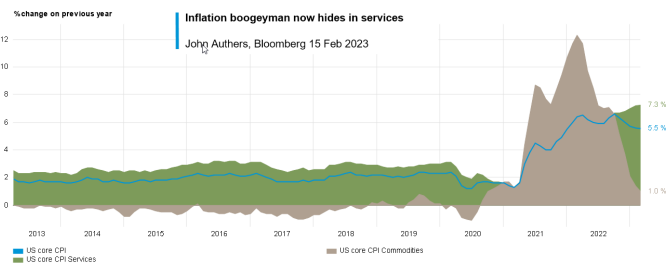


I consumi USA "tengono". Fonte GAM Investments, Bloomberg.

Il comportamento dei mercati obbligazionari si iscrive in questa lettura, il rendimento del Treasury a due anni è poco inferiore al quattro per cento, la scadenza decennale rende circa 60 punti base in meno ma solo poche settimane fa questa differenza era la più ampia degli ultimi quarant'anni. Si tratta di una condizione che, unita alla contrazione del credito da parte delle piccole banche, avvicina lo stop dei rialzi per la Fed.

I rendimenti delle obbligazioni europee hanno reagito con lo stesso movimento al ribasso quasi per oscillazione simpatica, come le corde del pianoforte che vibrano anche se non sono colpite dal martelletto. La diminuzione dei rendimenti americani è stata l'onda sonora che ha fatto vibrare sulla medesima frequenza le obbligazioni europee. Ma in Europa le condizioni sono diverse, nell'area Euro il calo dei prezzi dell'energia ha fatto diminuire l'inflazione nominale più delle attese (6,9% contro 8,5% di febbraio) ma l'inflazione di base continua a salire, ha toccato il nuovo massimo di 5,7% dopo il 5,6% di febbraio e 5,3% in gennaio.

Le condizioni dell'inflazione di base non consentono alla Banca Centrale Europea di abbassare la guardia, aumenti di almeno un quarto di punto sono ancora molto probabili nelle riunioni di maggio e giugno, le condizioni delle banche europee sono diverse da quelle delle banche americane e il mercato del lavoro è in tensione: il costo è superiore a quello degli Stati Uniti e il tasso di disoccupazione nel blocco è al minimo storico del 6,6%. L'inflazione si nasconde nei servizi, il lavoro dei banchieri di Francoforte è tutt'altro che finito.



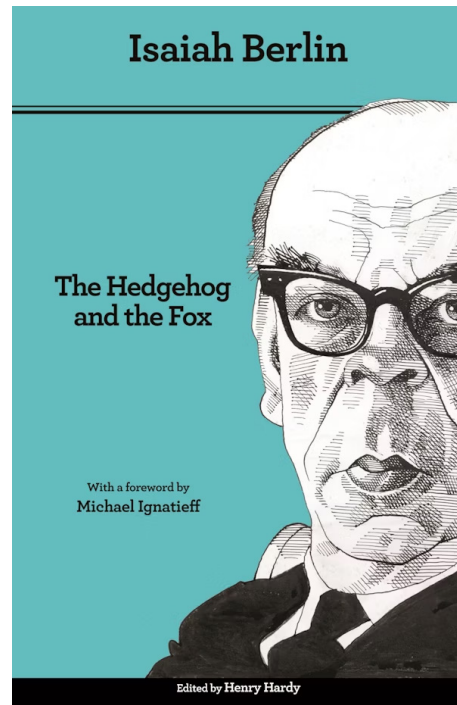
L'inflazione si radica nei servizi. Fonte GAM Investments, Bloomberg.

La prossimità della fine del ciclo rialzista negli Stati Uniti mette in evidenza la sopravvalutazione della borsa americana, la nostra preferenza va al settore tecnologico in quanto tra i principali beneficiari delle ricalibrature dei prezzi nel nuovo scenario;

da mesi i flussi di investimento si stanno indirizzando verso l'Europa, la Cina, i mercati emergenti (vedi L'Alpha e il Beta del 6 marzo e del 3 aprile): gli Stati Uniti fronteggiano prospettive di recessione mentre la Cina torna protagonista della crescita della regione indo-pacifica.

A guardare i mercati con la lente d'ingrandimento, come bisognerebbe fare sempre, si nota anche la forte dispersione dei rendimenti, a Wall Street una ventina di titoli rappresenta quasi il 90% della performance da inizio anno, in gran parte titoli tecnologici riportati sugli scudi dalla fine del ciclo dei tassi. L'Alpha e il Beta lo ricorda da mesi, nei momenti di forte volatilità e incertezza la gestione attiva e la selettività dei titoli fanno premio sulle scommesse di beta e di stile.

Per evitare rischi idiosincratici e di concentrazione, la selezione attiva sia ovviamente lasciata ai gestori professionali, che siano loro a valutare e ponderare la qualità degli emittenti, le prospettive reddituali delle società.



Isaiah Berlin (1909-1997), Il riccio e la volpe, 1953

In un saggio del 1953 Isaiah Berlin propose una curiosa distinzione nella storia del pensiero, quella della volpe che conosce molte cose e il riccio che invece ne conosce solo una, ma importante. Il riccio si concentra su un'unica grande idea, la volpe ha invece un approccio disincantato, è interessata alla pluralità delle idee.

Isaiah Berlin, tenace avversario di ogni totalitarismo, era incline a uno stile di pensiero "volpe", laico, aperto, disincantato; L'Alpha e il Beta del 14 aprile 2020 ricordava l'originale distinzione di Berlin e scriveva che il risparmiatore dovrebbe essere un po' riccio e un po' volpe.

Riccio sull'idea forte della preminenza del metodo di investimento, volpe perché capace di adattamento a scenari cangianti. L'investitore è "riccio" nella coerenza alla pianificazione, nel mantenere il sangue freddo anche nelle fasi più complicate, "volpe" quando dimostra flessibilità nei cambiamenti di scenario, capace di sfruttare le occasioni che si presentano sempre diverse. "Capire vuol dire riconoscere gli schemi" diceva Berlin, gli ultimi mesi sono stati segnati da diversi cambiamenti di scenario e di interpretazioni, è possibile che nel prossimo futuro sia ancora il sentiment a indirizzare i mercati. Come abbiamo ricordato nelle scorse settimane, in un contesto così cangiante meglio non perdere d'occhio gli obiettivi di lungo termine e l'allocazione strutturale alle azioni, in questo momento con preferenza relativa al settore tecnologico americano, all'Europa, alla Cina, ai mercati emergenti, favoriti dal momentum macroeconomico.

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.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.