

LA PIETRA DI SCONE

La “pietra del Destino” accompagna la monarchia inglese dal IX secolo ma la “pietra del destino” degli investitori è molto più antica, i tassi di interesse precedono di molti secoli la prima coniazione di monete. L'incertezza sui tassi e le performance dell'economia sono le maggiori variabili che condizioneranno le scelte allocative nel prossimo futuro

Da Edimburgo, dove è conservata, a Westminster.

La Pietra di Scone è una pietra in arenaria incastonata nel trono sul quale venivano incoronati i re di Scozia e, dopo il furto di Edoardo I che la portò a Londra nel 1296, i monarchi d'Inghilterra, Gran Bretagna e Regno Unito. Sette secoli dopo il trafugamento venne riconsegnata agli Scozzesi nel 1996 e conservata nel castello di Edimburgo.

La Pietra di Scone, detta anche Pietra del Destino, è stata riportata a Londra per la cerimonia del 6 maggio, “giorno del destino” per Carlo, incoronato re a 73 anni, e per la monarchia più blasonata del mondo. I sondaggi rivelano che i cittadini britannici sono meno affezionati alla monarchia, oltre un terzo degli intervistati dichiara di avere un'opinione sulla famiglia reale meno positiva rispetto a dieci anni fa, l'avvento di re Carlo segna una cesura con il passato e con il carisma di Elisabetta.

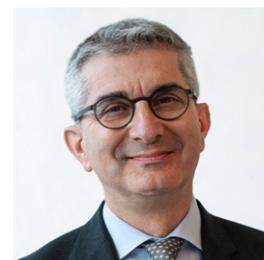


Il logo dell'incoronazione di Carlo III è stato creato da Sir Jony Ive, ex designer di Apple. Nel logo sono raffigurati i fiori caratteristici delle quattro nazioni che compongono il Regno Unito: la rosa d'Inghilterra, il cardo scozzese, il narciso del Galles e il trifoglio dell'Irlanda del Nord.

Per osservatori di irriducibile spirito repubblicano, l'intera coreografia della cerimonia, la corona di Sant'Edoardo, i simboli del potere regale rappresentati da speroni, spade, bracciali, scettro, è sembrata anacronistica, fuori dalla storia. Forse lo è, ma non si confondano i simboli con la modernità, la tradizione con il conservatorismo, la Gran Bretagna affronta serie difficoltà economiche, in buona misura lascito avvelenato del referendum del 2016, ma è un paese tra i più avanzati nel riconoscimento dei diritti civili.

È invece tutt'altro che anacronistica la “Stone of Scone” dei mercati finanziari, la nostra “pietra del Destino” sono i tassi d'interesse che riguardano una moltitudine di persone molto più numerosa di quella che ha seguito la cerimonia di sabato scorso.

Pochi giorni prima la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea avevano entrambe aumentato i tassi di un quarto di punto, le mosse erano ampiamente previste, ora le strade delle due banche centrali potrebbero dividersi. La Fed è prossima alla fine di un ciclo restrittivo che si è sviluppato in dieci rialzi consecutivi, la crisi bancaria ci mette del suo inasprendo l'accesso al credito che equivale a un aumento del costo del finanziamento, molti osservatori sono convinti che la banca centrale americana sarà costretta a invertire la stance già nell'estate.



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



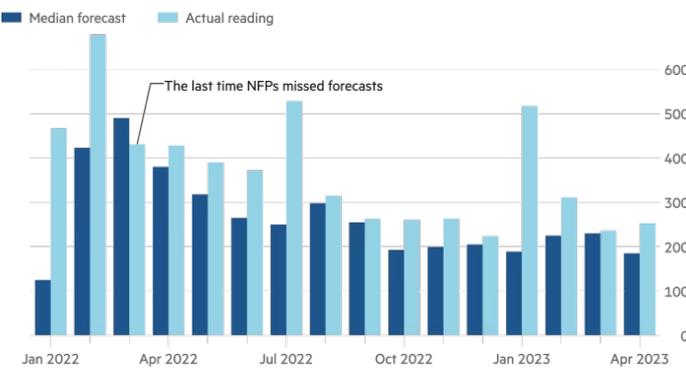
Divergono le aspettative su Fed e BCE. Fonte Financial Times, Bloomberg.

Non è invece ancora finito il lavoro per la BCE. Il settimo aumento consecutivo dei banchieri di Francoforte ha portato i tassi dell'Eurozona a 3,25% ma l'esclusione della "forward guidance" e la ribadita dipendenza dai dati lascia al Board mani libere per altri aumenti nel prossimo futuro, le aspettative degli operatori del mercato interbancario, rilevate dai prezzi dell'overnight index swap, scontano un paio di aumenti quest'anno.

Complicano le cose i dati sull'occupazione negli Stati Uniti. I 253.000 nuovi posti di lavoro non agricoli creati in aprile non sono coerenti con uno scenario di rallentamento, "in pratica se c'è una recessione in arrivo qualcuno si è dimenticato di dirlo all'economia americana" scrive Robin Wigglesworth del Financial Times.

The forecast-thumping US jobs market

Non-farm payrolls data versus median economist forecasts ('000s)



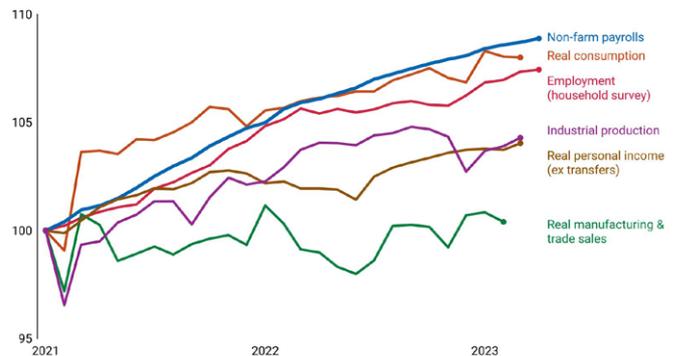
Source: Bloomberg © FT

È il tredicesimo mese consecutivo in cui la creazione di posti di lavoro negli Stati Uniti ha superato le previsioni mediane degli economisti intervistati da Bloomberg. Fonte: Financial Times, Bloomberg.

Il dato del lavoro pone l'investitore a un bivio, qualche analista ritiene che il report si rivelerà essere l'ultimo positivo, poi l'economia americana "scivolerà nella recessione", altri osservatori vedono nella resistenza dell'occupazione una solida conferma della buona salute dell'economia americana. Questi ultimi non credono alla possibilità di tagli dei tassi da parte della Fed nell'estate, l'appuntamento con la recessione è spostato ancora più avanti.

Monthly indicators used to determine whether the economy is in recession

Index: Jan 2021=100



The NBER defines a recession as: "a significant decline in economic activity that is spread across the economy and that lasts more than a few months."

I sei indicatori mensili utilizzati dal NBER per definire la recessione. Fonte: @Justin-Wolfers.

Tecnicamente si parla di recessione in presenza di due trimestri consecutivi di crescita negativa, ma nella concretezza i fattori che definiscono un'economia in contrazione sono la:

1. Diffusione: il rallentamento si verifica in tutti i settori ed è registrato da più indicatori;
2. Profondità: non si tratta di una semplice battuta d'arresto ma di una vera e propria flessione;
3. Durata superiore a qualche mese.

Non c'è dunque da tenere d'occhio il solo mercato del lavoro, sono altrettanto importanti indicatori come i consumi, la produzione industriale, il reddito reale: la combinazione di questi indicatori darà affidabili indicazioni sulla direzione della crescita e la sua intensità.

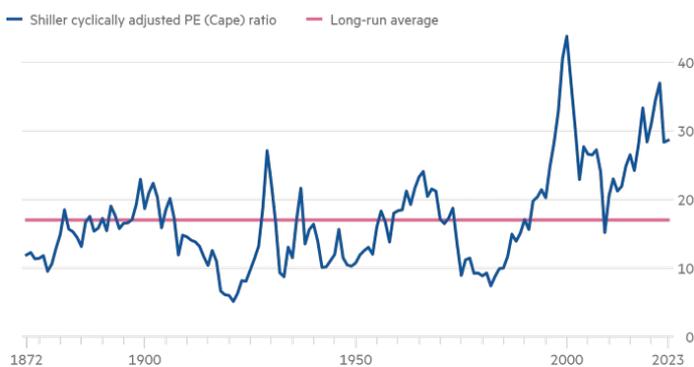
Le scorte sono ancora alte, il rapporto scorte/vendite delle imprese è oltre l'8% rispetto all'inizio del 2021. Domanda in calo ed eccesso di offerta significano meno cose da produrre e ancor meno da trasportare, un altro segnale negativo viene dal minor consumo di gasolio. Sono in contrazione anche la produzione manifatturiera e le vendite di elettricità alle fabbriche.

I dati del trasporto merci sono di solito un indicatore anticipatore dell'attività economica, ma come la curva dei tassi invertita nulla dice su timing e profondità della frenata, non sappiamo se i segnali del trasporto merci preannunciano una vera recessione o solo un rallentamento.

D'altro canto, la stagione degli utili ha portato allegrezza agli investitori: i consumatori non hanno tradito e le Big Tech hanno comunicato risultati lusinghieri. Il mercato non è altrettanto ottimista per il futuro, tiene conto delle condizioni delle banche, della crisi politica sul tetto al debito, delle valutazioni del listino americano ancora elevate.

Cape ratio suggests valuations for US stocks remain lofty

S&P 500 index



Source: Robert Shiller © FT

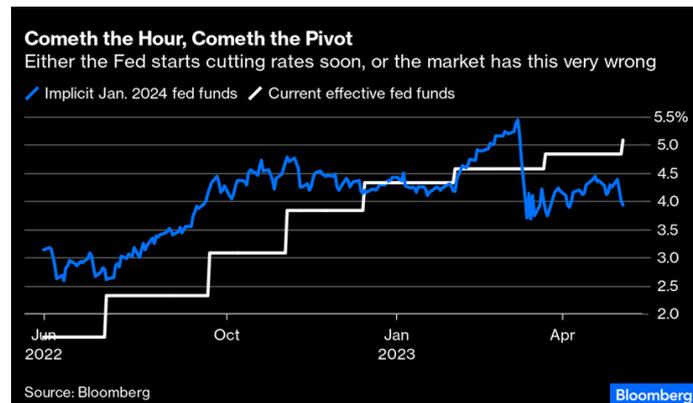
L'indice CAPE (Cyclically Adjusted Price-to-Earning), il rapporto Prezzi/Utili corretto per il ciclo economico. Fonte: Financial Times, Robert Shiller.

Il CAPE dello S&P 500, il rapporto Prezzi/Utili corretto per il ciclo economico, è attorno al valore di 29, la media di lungo termine prossima a 17, negli ultimi mesi L'Alpha e il Beta ha ricordato le opportunità relative nei mercati europei ed emergenti dove le valutazioni sono a più buon mercato.

L'incertezza sui tassi di interesse e le performance dell'economia sono le maggiori variabili che condizioneranno le scelte allocative. La "pietra del destino" accompagna la monarchia inglese dal IX secolo ma la "pietra del destino" degli investitori è molto più antica, i tassi di interesse precedono di molti secoli la coniazione delle prime monete, il credito era prassi comune nelle civiltà della Mesopotamia del secondo e terzo millennio prima dell'era cristiana.

Al Louvre si può ammirare il vaso di Entemena, sovrano della prima Dinastia Lagash, un manufatto in argento splendidamente lavorato con le tecniche dell'incisione e del rilievo. Risale al 2400 a. C. e costituisce un importante reperto per la conoscenza di quel periodo. Il vaso di Entemena è importante anche per la storia della finanza perché riporta la descrizione delle riparazioni di guerra imposte a una città sconfitta, è la più antica testimonianza del meccanismo dell'interesse composto (vedi L'Alpha e il Beta del 3 aprile 2023).

Il divario tra i dati economici e i mercati finanziari che prezzano la recessione è insostenibile, la "pietra del destino" in questo caso è l'inflazione e sappiamo quanto sia difficile prevederla l'andamento, per due anni si è temuta la deflazione poi nel giugno del 2022 l'inflazione americana superò il 9%, sarebbe altrettanto azzardato fare oggi previsioni sul tempo necessario per riportarla sotto controllo.



"Qualcuno deve cedere" scrive John Authers di Bloomberg, o la Fed taglierà davvero i tassi o il mercato dovrà riconoscere l'errore. Fonte: Bloomberg.

Gli esiti possibili sono ancora numerosi e tra loro diversi, in questo caso anziché scommettere sulla direzionalità meglio tornare ai fondamentali, ricordare che non esiste nessuna classe di attivo in grado di offrire reale protezione in qualsiasi scenario; nonostante alcune asset class siano considerate "porti sicuri", ad esempio il Treasury o l'oro, in realtà nessuna è in sé un porto sicuro in quanto esposta alle cangianti condizioni dello scenario e agli eventi geopolitici. Il "safe haven" non è il luogo dove trovare riparo quando le cose vanno male e non è neppure la polizza di assicurazione dal rischio (perché il rischio è anche la moneta che compra il rendimento).

È vero, quando le cose girano al peggio, i corsi azionari crollano e prendono il sopravvento paura e sfiducia, il Treasury, l'oro o qualche valuta offrono riparo.

Ma è impossibile eliminare gli imprevisti, dalla vita e dai mercati, e poiché ci saranno sempre eventi avversi che causeranno perdite nei prezzi, bisognerebbe stare sempre all'ancora nel porto sicuro. Ma le navi non sono fatte per stare all'ormeggio nei porti, il "safe haven" dell'investitore sono il metodo nell'investimento e il tempo.

La fiducia nel metodo, la diversificazione e la pazienza sono messe alla prova soprattutto quando perdono valore le azioni, maggior fonte di rischio del portafoglio e principale motore della performance. Guardando alla storia passata, dalla metà del XIX le fasi di recessione sono durate in media (dettaglio importante!), diciassette mesi a fronte di fasi espansive durate, in media, quarantuno mesi. Gli aggiustamenti tattici sono utili per attutire gli effetti delle fasi negative, l'esercizio che deve guidare tali aggiustamenti è la costante verifica delle fonti di rischio e il loro compenso, scelte allocative radicali sono sempre più rischiose.

La storia non si ripete mai, ma spesso fa rima.



Vaso Entemena, 2400 a. C. conservato al Louvre.
Fonte: Wikipedia.

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.