

ASIMMETRIE TEMPORALI

Il dato sulla spesa per consumi e la resistenza dell'inflazione cambiano ancora le aspettative sulla politica monetaria. A tre mesi dalla crisi delle banche regionali americane i depositi si sono stabilizzati e, come previsto, l'attività creditizia è diminuita: ricordiamo come l'impulso al credito sia positivamente correlato con la crescita

Bastano un paio di dati per cambiare nuovamente la narrazione?

In aprile la spesa per consumi è cresciuta dello 0,8% dopo una rilevazione sostanzialmente piatta in marzo (0,1%), un balzo dovuto in buona misura ai servizi finanziari e assicurativi, sanitari, alla ristorazione, ai viaggi.

È cresciuta anche l'inflazione, l'indice dei prezzi delle spese per i consumi personali, seguito con particolare attenzione dalla Fed, è salito dello 0,4% in aprile, 4,7% su base annua (dati "core", al netto dei prezzi volatili di cibo ed energia), entrambi i valori sono stati superiori a quelli del mese precedente e alle attese. A cambiare le carte della narrazione contribuisce anche il Dipartimento del Commercio che pubblica il rimbalzo degli ordini di beni strumentali (esclusi quelli destinati alla difesa).

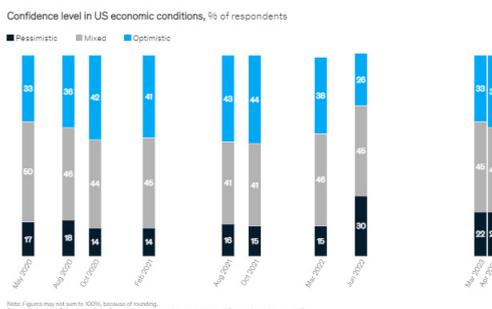
Inflazione persistente, consumatori con voglia di spendere, ordini in crescita: nonostante la morsa dei tassi l'economia americana dimostra buone capacità di resistenza, l'ostinazione dei consumatori a consumare e dei prezzi a non scendere sembrano spostare ancora più avanti l'appuntamento con la frenata dell'attività economica e rendono più difficile le decisioni del Board della Fed, il mese prossimo potrebbe decidere di spostare in avanti anche la pausa nel ciclo di aumento dei tassi.

I banchieri di palazzo Eccles non potranno non valutare l'aumento anziché il calo della domanda, come dovrebbe accadere quando i tassi salgono, i prezzi dei futures scontano una probabilità del 37% di un ulteriore aumento dei tassi di interesse a giugno.

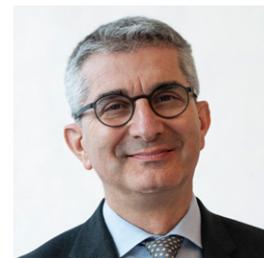
Lo spostamento in avanti della recessione, la prossimità della fine del ciclo restrittivo e una positiva stagione degli utili hanno sostenuto i mercati, non rallentati neppure dal confronto aspro tra Repubblicani e Democratici sul tetto al debito.

Il registro è ancora quello dell'ottimismo, un'indagine di McKinsey sul sentiment dei consumatori americani indica che la frazione di consumatori che si aspetta una recessione si è mantenuta abbastanza costante nei primi mesi del 2023, semmai si è verificato un aumento dell'ottimismo: il 36% dei consumatori si aspetta una ripresa economica, era il 33% a marzo e il 26% nel giugno 2022.

"L'ottimismo non è ancora tornato ai livelli del 2021, ma la tendenza è favorevole. I consumatori appartenenti ai gruppi demografici più giovani e alle fasce di reddito più alte continuano a essere i più ottimisti sul loro futuro economico" si legge nel rapporto.



Nel secondo trimestre migliora l'ottimismo dei consumatori americani. Fonte: McKinsey US Consumer Pulse Survey, sampled and weighted to match the US general population aged 18+.



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

Più che l'ottimismo, all'uomo di ragione meglio si attaglia l'atteggiamento pessimistico diceva Norberto Bobbio, perché "l'ottimismo comporta pur sempre una certa dose di infatuazione, e l'uomo di ragione non dovrebbe essere infatuato". In effetti si può essere tentati di dare ragione a Bobbio, riconoscere "una certa dose di infatuazione" nella compiacenza dei mercati.

Ma quando si tratta di scelte allocative, le categorie dell'ottimismo e del pessimismo sono fuorvianti, se la pianificazione è stata fatta correttamente, magari con l'aiuto di un professionista di fiducia, e si resta fedeli al metodo, il cambio repentino delle narrazioni non dovrebbe essere motivo di distrazione, sono i segnali, non il rumore, a importare davvero.

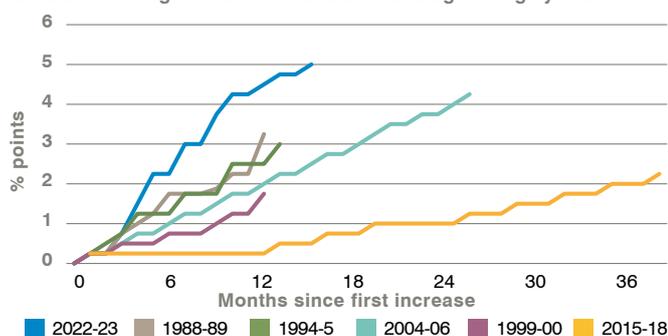
Poche settimane fa scrivevamo che uno dei rischi maggiori è quello di una cattiva lettura dello scenario economico, o perché distratti dalla narrazione di "cosa farà la Fed", mutevole secondo i dati pubblicati, o perché troppo attenti al presente.

Ad allungare l'orizzonte temporale aiuta il paradosso delle previsioni, generalmente più attendibili nel breve termine, le previsioni del tempo o i pronostici sul campionato, più verosimili verso la fine che non all'inizio. Ma nei mercati finanziari vale il principio opposto, "nel breve periodo agisce quello che la finanza classica chiama rumore per distinguerlo dai segnali a lungo termine presenti sui mercati. A loro volta questi segnali corrispondono a trend di lungo periodo" scrive il professor Legrenzi nelle Lezioni pubblicate sul sito di GAM Italia (vedi "I soldi in testa" nr. 404, aprile 2021).

La parte difficile dell'attività di investimento è saper distinguere i rumori dai segnali, e un segnale rilevante è l'impulso al credito ovvero, come spiegava L'Alpha e il Beta poche settimane fa, il cambiamento nell'intensità delle erogazioni dei prestiti ("Il prezzo del tempo", 4 aprile 2023).

Il tempo è asimmetrico, scorre solo in avanti, si può scegliere cosa fare domani ma non si possono cambiare le azioni di ieri, l'investitore non può correggere gli errori commessi in passato ma può evitare di ripeterli nel futuro. In passato, gli aumenti dei tassi hanno sempre avuto effetti restrittivi sull'attività economica e ricordiamo che la velocità e l'intensità degli aumenti del 2022 non hanno precedenti.

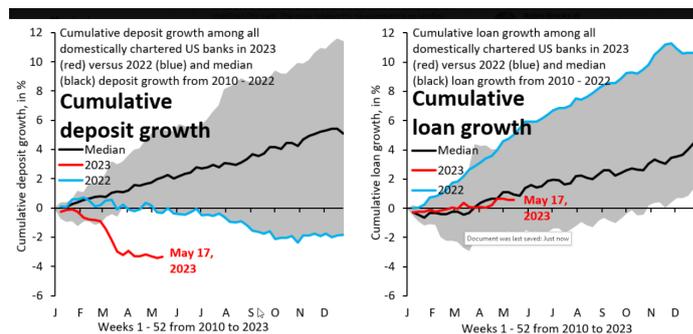
Cumulative change in Fed Funds rate across tightening cycles



I cicli restrittivi del passato, la linea azzurra rappresenta l'ultimo. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

Guardare avanti ricordando ciò che è successo in passato significa tener conto delle conseguenze dell'aumento dei tassi nelle economie europea e americana, il 2022 è stato l'anno dell'"higher", i tassi sono cresciuti con inedita velocità e forza, il 2023 è probabile sarà l'anno del "longer", la scommessa direzionale sulla prossima diminuzione dei tassi negli Stati Uniti è ancora molto rischiosa.

Sono passati tre mesi dalla crisi delle banche regionali, si sono ridimensionate le preoccupazioni, i depositi si sono stabilizzati e, come previsto, è rallentata l'erogazione del credito (linea rossa nel grafico a destra), una dinamica in stridente contrasto con l'intensa dell'attività creditizia del 2022.



A sinistra il calo e la stabilizzazione dei depositi nelle banche USA, a destra l'andamento dei prestiti. Fonte Robin Brooks, Chief Economist IIF, @RobinBrooksIIF.

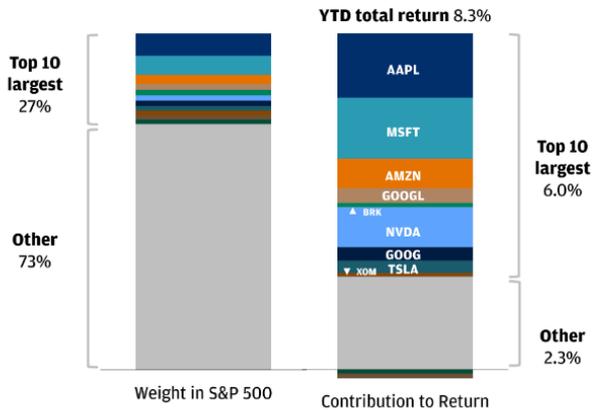
Il rallentamento è particolarmente pronunciato nel settore dei prestiti commerciali e industriali, +0,3% da inizio anno rispetto a +7,8% del 2022 ma rallenta anche il credito al consumo, -0,2% da inizio anno contro +4,5% dello scorso anno. L'impulso al credito è fortemente correlato alla crescita del Pil, soprattutto in sistemi dipendenti in larga parte dal credito bancario.

L'indebolimento dell'impulso al credito prelude al rallentamento dell'attività economica, è un segnale rilevante e la Fed ne terrà certamente conto, l'obiettivo di Powell è riportare l'inflazione sotto controllo evitando però l'atterraggio duro dell'economia. Nel nostro scenario principale resta l'ipotesi di una pausa ma non tagli imminenti: mancano ancora segnali di allentamento del mercato del lavoro, le condizioni generali dell'occupazione sono ancora vivaci, crescono i salari e la disoccupazione è su valori storicamente bassi.

Si riconoscono altri segnali nell'andamento del mercato azionario. La concentrazione dell'indice S&P 500 è a livelli storici, le cinque società più importanti ne rappresentano quasi il 20%, le prime dieci il 30%, nel 1985 le prime dieci società rappresentavano poco meno del 20% della capitalizzazione dell'indice.

Tornati sugli scudi grazie alla prossimità della pausa nel ciclo dei tassi e soprattutto per le potenzialità dell'intelligenza artificiale, i titoli della tecnologia sono tornati a guidare il listino.

Though just a quarter of the S&P 500, mega cap tech has led returns



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan. Data as of April 27, 2023. Weight and contribution are proxied by the SPY ETF. Weight refers to the average daily weight so far this year.

Nei primi tre mesi dell'anno i dieci titoli maggiori hanno rappresentato il 70% della performance. Fonte: awealthofcommonsense, Bloomberg Finance LP, JP Morgan, dati al 27.4.2023.

È un aspetto che l'investitore deve conoscere perché la concentrazione rende i portafogli meno diversificati, non è così vero che lo S&P 500 esponga a un paniere diversificato di cinquecento titoli, in realtà la performance è guidata da una manciata di società, la buona o cattiva sorte delle restanti 490 (o 480, cambia poco) non è rilevante o ha un peso decisamente inferiore.

È pur vero che il fenomeno della concentrazione non è nuovo, nel 1928 la General Motors rappresentava l'8% del mercato azionario americano, nei primi anni Trenta AT&T aveva raggiunto il 13% e nel 1970 l'IBM aveva un peso del 7%. In ogni caso, si può benissimo restare investiti in un indice dove le maggiori società sono tra le migliori del mondo, però è importante saperlo, averne piena contezza.

Il rischio di concentrazione si estende anche alla diversificazione nei mercati globali, dopo quindici anni di buone performance il peso del mercato azionario americano sulla capitalizzazione delle borse mondiali è arrivato a sfiorare il 60%.

Guardando allo scenario complessivo, all'asimmetria temporale tra un presente brioso e un futuro imperscrutabile, gli investitori dovrebbero valutare la diminuzione dell'allocatione (anche passiva) nelle azioni americane, fortemente concentrate negli indici domestici e sovra rappresentate in quelli globali, e orientarsi verso le piccole e medie capitalizzazioni, l'Europa e i mercati emergenti dove le valutazioni esprimono più ragionevoli rapporti P/E.

L'investitore accorto sa quanto sia importante avvalersi della consulenza professionale, deve dunque chiedere all'esperto di fiducia una diversificazione che tenga assieme le opportunità di crescita nel lungo periodo e, parimenti, strategie che limitino gli effetti della volatilità, orientate alla conservazione del capitale.

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.