

# SETTE FILI DI CANAPA

L'economia americana cresce al 3%, la politica monetaria è attesa al pivot, gli indici azionari celebrano il migliore dei mondi mettendo a segno nuovi record. Ma gli indici restano appesi a sette fili di canapa, quelli delle sette grandi società della tecnologia ma si riconoscono in filigrana i temibili segnali della compiacenza



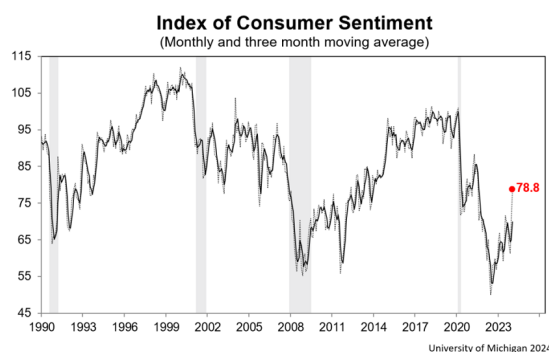
**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

Un anno fa, di questi tempi, la recessione sembrava inevitabile.

Era ritenuta molto probabile da oltre la metà degli economisti intervistati nel sondaggio periodico della National Association for Business. Dodici mesi dopo, il 91% degli economisti intervistati ritiene che le probabilità di un rallentamento dell'economia americana nei prossimi dodici mesi siano del 50% o meno.

Un deciso cambio di opinioni che tiene conto degli aumenti delle vendite e della spesa in conto capitale, del miglioramento dei margini di profitto delle aziende.

L'ottimismo degli specialisti va a braccetto con il comune sentire dell'uomo della strada, in gennaio l'indice del sentiment dei consumatori ha raggiunto il livello più alto dal luglio 2021, negli ultimi due mesi il sentiment è salito cumulativamente del 29%, il maggiore aumento dal 1991. La percezione positiva dei consumatori è stata motivata dal rafforzamento delle aspettative di reddito e dalle migliori prospettive dell'inflazione.



Indice della fiducia dei consumatori. In gennaio, per il secondo mese consecutivo, sono aumentate tutte le cinque componenti dell'indice, con un incremento del 27% delle prospettive a breve termine delle condizioni economiche e del 14% delle finanze personali. Il sentiment è ora il 7% al di sotto della media storica dal 1978 (fonte: Survey of Consumers, University of Michigan).

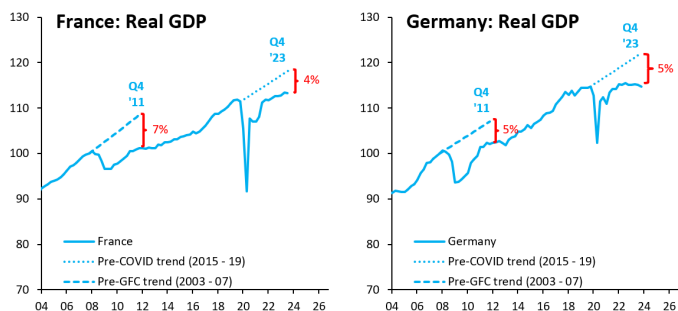
Il fatto che le aspettative di inflazione dei consumatori siano scese ai minimi rispetto al dicembre 2020 è motivo di incoraggiamento per la Federal Reserve che però, dall'altra parte, vede la tenuta dei consumi, dei salari e dell'attività economica in generale. Nell'ultimo trimestre del 2023 l'economia americana è cresciuta al tasso annualizzato del 3,3%, inferiore al 4,9% dei tre mesi precedenti ma superiore alle attese. Anche la crescita del PIL nell'intero anno, 3,1%, è stata superiore alle aspettative.

Evidentemente la recessione, come il paradiso, può attendere.

I mercati festeggiano, lo S&P 500 e il Nasdaq 100 hanno messo a segno nuovi massimi, gli investitori continuano a scommettere sulle potenzialità della tecnologia e sui titoli growth.

La delusione per lo spostamento in avanti dei primi tagli dei tassi è più che compensata dalle prospettive degli utili in un ambiente economico che sta dimostrando una notevole capacità di resistenza all'inasprimento delle condizioni finanziarie. L'inflazione rallenta, i prezzi al consumo sono aumentati del +1,7% nel quarto trimestre, in calo rispetto al 2,6% di tre mesi prima. L'inflazione di base, che esclude i prezzi di beni alimentari e dei carburanti, è sotto il fatidico 2%.

Molto diversa la situazione in Europa.



PIL reale di Francia e Germania (fonte: Robin Brooks, @robin\_j\_brooks).

Nel 2008 e del 2011 furono i debiti dei paesi periferici a costare all'Eurozona una doppia recessione, oggi i problemi non vengono dalla periferia ma dal centro, si aprono come voragini gli output gap nelle economie di Francia e Germania.

L'ultimo dato PMI manifatturiero della Francia, 43,2, continua a evidenziare una contrazione in atto da tempo, l'ultima lettura superiore a 50 risale a dodici mesi fa. L'industria manifatturiera tedesca se la passa anche peggio, la manifattura è in difficoltà dall'estate del 2022, l'automotive anche da prima. La tendenza degli indicatori è moderatamente positiva ma non lo è lo scenario complessivo e, nel frattempo, i due paesi sono attraversati da minacciose tensioni sociali.

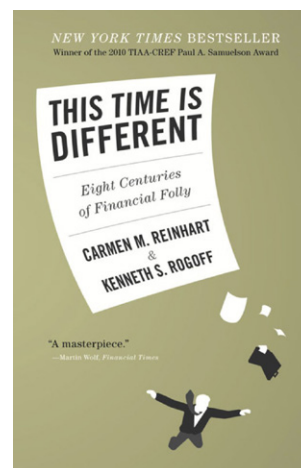
La Banca Centrale Europea continua a tenere gli occhi bassi sul suo manuale, la decisione di lasciare i tassi invariati non è stata una sorpresa e l'appuntamento è spostato a marzo; se il calo della domanda dovesse proseguire, dovrà pur muovere i banchieri di Francoforte a una reazione. I prezzi dei futures scontano tagli nel 2024 per un totale di 150 punti base.

La settimana scorsa Christine Lagarde ha riconosciuto il rallentamento nella crescita dei salari e che l'inflazione è stata "più debole del previsto", aprendo alla possibilità di una riduzione dei tassi d'interesse. I rischi ai quali Lagarde ha fatto riferimento sono quelli dell'incertezza geopolitica, le interruzioni delle catene della fornitura come ad esempio quelle causate dalla crisi nel Mar Rosso potranno avere ricadute sui prezzi.

Se gli operatori di mercato sono preoccupati dei rischi di scenario come sono i banchieri centrali, lo dissimulano bene perché sembrano scommettere sul proseguimento del sentiero di discesa dell'inflazione e dei tassi, sul rimbalzo degli utili societari, sull'allentamento delle condizioni finanziarie negli Stati Uniti che diventeranno traino per l'economia.

"Sursum corda", l'entusiasmo tiene in alto gli indici e i cuori, perlomeno i cuori di coloro che pensano che "questa volta è diverso" e che "il rally ha ancora potenziale". Perché no, dopotutto l'economia americana sta dando prova di sorprendente capacità di resistenza, i consumi tengono e c'è ancora da spendere denaro accumulato forzatamente nel periodo dei confinamenti.

Eppure, coloro che ritengono che le leggi della trasmissione degli impulsi monetari non siano cambiate oppure, più semplicemente, pensano che le parole "questa volta è diverso" siano malauguranti, continueranno a mantenere uno sguardo di maggiore disincanto sull'evoluzione dello scenario.

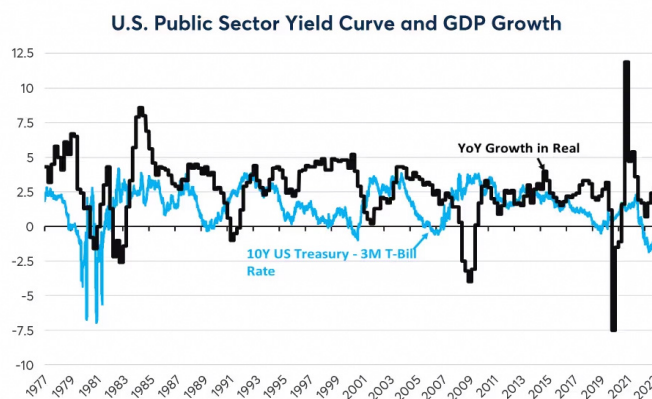


"This Time is Different" (2011). Per gli autori Carmen Reinhart e Kenneth Rogoff, "le quattro parole più pericolose nel mondo della finanza"

Il sistema economico risponde sempre con fisiologico ritardo all'inasprimento delle politiche monetarie, nelle ultime tre contrazioni sono stati necessari dai nove ai diciotto mesi dall'ultimo aumento dei tassi della Fed per registrare il rallentamento dell'attività economica. Sono passati circa tre mesi da quello che riteniamo sia stato l'ultimo rialzo dei tassi negli Stati Uniti.

Si riconoscono i segnali della compiacenza, della rappresentazione di uno scenario ideale che porta a trascurare la possibilità di sorprese, di esiti diversi. Le tensioni nel Mar Rosso e le proteste sindacali in Francia e Germania sono fenomeni diversi che possono generare pressioni comuni sui costi, con inevitabili ricadute sui prezzi finali o sui margini.

Poi c'è l'inversione della curva. Dagli anni Settanta, l'innaturale condizione dei tassi a breve più alti di quelli a più lungo termine ha sempre anticipato le recessioni ma, anche in questo caso, con ampio intervallo temporale: rispetto alle inversioni della struttura delle scadenze nel 1988 e nel 1989, la recessione si è presentata negli anni 1990 e 1991. La curva dei rendimenti si è nuovamente invertita nel 1999 e all'inizio del 2000, la recessione si è verificata nel 2001 e, infine, dopo l'inversione della curva nel 2006 la recessione è cominciata a fine 2007, durata fino al novembre 2009.



Ampi ritardi tra le inversioni della curva dei rendimenti e l'inizio delle recessioni (fonte: CME Group).

È invece possibile che la recessione sia lieve, i grandi gruppi hanno approfittato dei minimi storici dei tassi a lungo termine per finanziarsi con l'emissione di carta a basso costo.

Non vale lo stesso per le aziende di piccole e medie dimensioni, generalmente i loro finanziamenti sono a più breve termine, al rinnovo o alla rinegoziazione dei crediti i verrà avvertito pienamente il peso delle più severe condizioni finanziarie.

La cautela è suggerita anche dallo S&P 500 tornato a livelli record dopo due anni. Il breakdown delle performance dei settori rivela che solo il settore tecnologico ha messo a segno lo stesso risultato, gli altri settori sono scambiati mediamente al 15% al di sotto del loro valore storico.

Sette fili di canapa. L'indice è appeso al filo delle sette grandi società tech.

Questa settimana cinque società Big Tech, dal valore complessivo di mercato di oltre dieci trilioni di dollari, pubblicheranno i risultati trimestrali e sempre in settimana ci sarà la riunione della Federal Reserve. L'attesa non è tanto su qualche decisione sui tassi, non attesa, quanto sulle dichiarazioni che rilascerà Jerome Powell nella conferenza stampa. Le sue parole saranno esaminate con acribia perché dalle prospettive dei tassi, dal tempo e dall'intensità degli attesi allentamenti monetari dipendono i destini dello S&P 500, pericolosamente sbilanciato, dell'economia e del mercato obbligazionario che in queste settimane ha perso smalto.

“Non si può conoscere l'imprevedibile ma se ne può prevedere l'eventualità” scrive Edgar Morin, gli fa eco il concetto dell'anti-vulnerabilità sviluppato da Paolo Legrenzi nelle Lezioni settimanali de “I soldi in testa”. Qualsiasi cambiamento richiede capacità di adattamento e flessibilità e in questo crocevia della storia in cui “the times they are a-changin'”, i portafogli richiedono altrettanta flessibilità, resa possibile dalle strategie multi-asset e dall'aiuto della consulenza professionale.

Resistere alle crisi è sempre un esercizio complicato, adattare il portafoglio al loro superamento nel tempo è la via maestra dei capitali pazienti.

“Let profits run” recita un vecchio adagio di borsa, lascia che i profitti corrano, non cedere alla tentazione di vendere. Non c'è ragione per non approfittare del momentum favorevole, purché si abbia consapevolezza della vulnerabilità dello scenario e della concentrazione delle performance.



“The times they are a-changin'”, terzo album di Bob Dylan (1964).

Non sappiamo cosa accadrà nel 2024 ma possiamo ragionevolmente ritenere che non sarà l'anno della liquidità come è stato per buona parte del 2023. Se prevarranno le condizioni dell'atterraggio morbido ne beneficeranno sia le azioni che le obbligazioni. L'ipotesi del no-landing, valida per la sola economia americana, è meno probabile ma in questo caso ne avranno vantaggio le azioni ma non le obbligazioni. Poco probabile anche lo scenario peggiore, quello dell'atterraggio duro, che penalizzerebbe le azioni a favore delle obbligazioni.

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.