

SEGNALI PIÙ FORTI DEI RUMORI

Difficile distinguere i segnali che incoraggiano dai rumori che confondono. Il cambio di paradigma del Covid-19 pone qualche ragione di moderato ottimismo nel lungo termine, a dispetto delle nuvole scure che si addensano nell'immediato futuro

E' stato un trimestre complicato.

In luglio e agosto i listini, guidati dai titoli della tecnologia, avevano messo a segno nuovi record nella prospettiva della prossimità della fine dell'allarme sanitario.

Gli umori sono cambiati nel mese di settembre, la narrazione della pandemia in fase di esaurimento è stata spazzata via da qualche notizia negativa nella ricerca del vaccino e soprattutto dalla ritrovata virulenza dei contagi un po' ovunque. La paura che nuove misure restrittive possano deprimere la ripresa economica hanno accentuato il nervosismo dei mercati.



Le notizie sugli sviluppi nella ricerca del vaccino hanno sensibili effetti sui mercati (fonte: GAM, Good Judgment Inc., Rimes. La linea azzurra si riferisce alle probabilità che dosi di vaccino approvato dalla FDA vengano somministrate a 25 milioni di cittadini USA tra ottobre 2020 e marzo 2021)

Nell'Eurozona la fiducia di imprese e consumatori è cresciuta più delle attese ma è stato il valore più debole negli ultimi cinque mesi, un indizio che il momentum della ripresa economica si sta indebolendo. I listini hanno sofferto e le obbligazioni governative e l'oro non hanno offerto sufficiente protezione. Ci sono sufficienti ragioni per interrogarsi sulle condizioni economiche nell'ultima parte dell'anno e nel prossimo futuro.

La correzione settembrina è stata definita "salutare" ma, anche mettendo da parte la facile battuta sul fatto che non c'è nulla di salutare nel perdere soldi, le caratteristiche di una correzione sono evidenti e spiegabili sempre "dopo".

Solo al termine di un temporaneo movimento al ribasso si può affermare con sicurezza che la pausa sia stata utile per correggere il rischio eccessivo e riportare le valutazioni azionarie a livelli più congrui. In questi giorni ci si sta ancora domandando se i mercati abbiano invece imboccato una strada diversa, una correzione più profonda che, come scrive il Financial Times, "spinga i prezzi più in basso e più vicino ai fondamentali delle società e dell'economia".

L'umore allegro dell'estate lascia il posto alla riflessività di settembre, dicevamo un paio di settimane fa, prevale l'incertezza e le condizioni di scenario si fanno più instabili. Per non farci mancare nulla, la notizia della positività al coronavirus di Trump ha aumentato l'entropia, i mercati hanno accentuato il movimento negativo, il VIX è salito a 29, ben sopra il valore di 20, la sua media di lungo termine.

Il Commander in Chief vuole dimostrare di essere più forte del virus ma, mentre queste note vengono scritte, non c'è alcuna certezza sulle sue reali condizioni di salute, e i mercati reagiscono nervosamente alle notizie. Si tratta in tutta evidenza di rumori, impossibile dire cosa accadrà nei prossimi giorni e nella manciata di settimane che ci separano dalle elezioni.



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

Soprattutto, è impossibile prevedere cosa accadrà subito dopo, un po' per il rischio di un risultato conteso, un po' (di più) per il preoccupante aumento del numero dei contagi.

Quello che sappiamo è che l'economia americana non riesce ancora a "ballare da sola": i 661.000 nuovi posti di lavoro nel settore manifatturiero nel mese scorso sono stati al di sotto delle attese. E' un segnale dell'ingresso in una nuova fase di debolezza di cui tenere conto?

Tre economisti, due della Columbia University e uno della Federal Reserve di St. Louis, hanno condotto uno studio sui possibili effetti di lungo termine che la pandemia potrebbe avere sull'economia degli Stati Uniti. Con il supporto di un robusto impianto matematico, con modelli econometrici ed epidemiologici, i tre concludono che "la crisi avrà ampie e durevoli conseguenze negative sull'economia americana, molto più gravi rispetto a quelle immediate".

I tre parlano di "effetto cicatrice", il trascinarsi nel tempo della paura lascerà il segno, famiglie e imprese modificheranno i loro comportamenti, la paura di nuove emergenze determinerà una persistente debolezza dell'economia.

In realtà nessuno conosce la vera distribuzione degli shock nell'economia, lo ammettono anche i tre ricercatori, il futuro resta inconoscibile anche ai modelli matematici.

Qualcosa del genere accadde al termine della Seconda Guerra Mondiale. Gli economisti temevano una nuova spirale di recessione analoga a quella del decennio precedente: i paesi devastati dal conflitto non avrebbero potuto assorbire le centinaia di migliaia di soldati che tornavano alla vita civile, si temeva uno scenario analogo a quello della fine del primo conflitto mondiale.

Ma, scrive Hannah Arendt, "è nella natura dell'inizio che qualcosa di nuovo cominci senza che lo si possa ricondurre a qualunque cosa sia accaduta in precedenza", i contemporanei non riescono a percepire i cambiamenti storici che vivono e nel secondo Dopoguerra il mondo era completamente trasformato, gli anni Trenta dispersi dal vento della Storia (almeno fino ad oggi ...) e le politiche keynesiane, i cambi flessibili e la cooperazione posero le premesse dello straordinario sviluppo dei Trenta Gloriosi.

Partendo proprio dalla storia, l'economista Anatole Kaletsky suggerisce uno scenario del tutto opposto a quello dell'"effetto cicatrice", la pandemia e l'accelerazione impressa a molti fenomeni potrebbero costituire una cesura storica analoga alle tante cesure che nel secolo scorso hanno favorito il passaggio a nuove condizioni.

La crisi delle politiche "laissez faire" aprì la strada a quelle keynesiane che a loro volta, alla fine degli anni Settanta, cedettero il passo alla rivoluzione liberale di Margaret Thatcher e di Ronald Reagan.

Si dice che l'investitore debba tentare di distinguere i segnali dai rumori, un esercizio reso ancora più arduo dai condizionamenti dovuti ai milioni di partecipanti alle piattaforme di trading online, il nuovo fenomeno dei mercati al tempo della pandemia.

I loro movimenti rappresentano poco meno di un quarto dei volumi totali con non trascurabili effetti sulla liquidità e volatilità del listino americano. Ma le operazioni dell'"esercito del trade" appartengono senza dubbio alla categoria dei rumori.



TINA, il rendimento azionario eccede largamente quello obbligazionario. Fonte: GAM, Bloomberg.

E' invece un segnale forte quello dei nuovi stimoli fiscali all'economia americana.

La maggioranza democratica alla Camera dei Rappresentanti ha approvato un nuovo imponente pacchetto di stimoli fiscali di oltre duemila miliardi di dollari che, per diventare effettivo, ha bisogno anche dell'approvazione dell'amministrazione. Democratici e Repubblicani sono divisi su tutto, soprattutto a un mese dalle presidenziali, e c'è distanza tra i 2,2 trilioni di dollari approvati alla Camera e il pacchetto da 1,5 trilioni offerto dal Segretario al Tesoro Mnuchin. Ma i licenziamenti e le pesanti difficoltà dei settori più colpiti dalla pandemia interpellano entrambi in uguale misura. Il reddito personale degli americani è diminuito di quasi il 3% in agosto, non a caso in coincidenza con il termine degli aiuti emergenziali alla disoccupazione, la ripresa dei consumi ha perso di velocità (1% in agosto, 1,5% in luglio) e il tasso di risparmio è sceso a 14% dal precedente 17,7%.

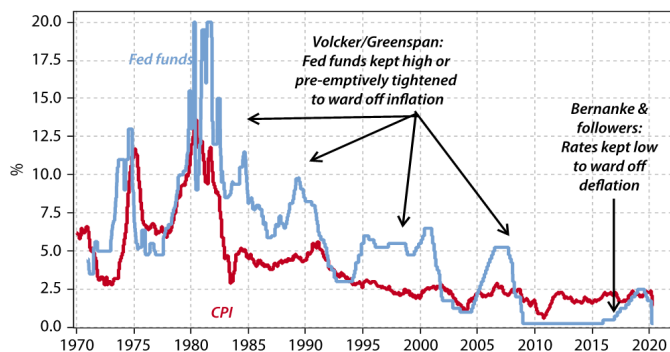
Il nuovo pacchetto in discussione al Congresso azzera il rischio del ritiro prematuro degli stimoli come accadde nel 1937, quando l'economia americana ritornò in recessione. Se i pessimisti mettono l'accento sui rischi di stagnazione secolare, altri oppongono la rivoluzione digitale e le trasformazioni degli equilibri geo strategici come pre-condizioni a nuovi sentieri di sviluppo.

Covid 19 costituisce una frattura, un cambio nelle condizioni politiche ed economiche globali. Non possiamo dire se nel medio periodo ci sarà la sorpresa di una nuova "golden age", come dice Kaletsky, ma l'interventismo dei governi nell'economia, i massicci programmi di investimento di lungo termine nella trasformazione energetica, nell'economia circolare, nella rivoluzione digitale sono veri e propri segnali positivi di cui tenere conto.

Un altro potente segnale è la prossimità amichevole delle banche centrali. Il pragmatismo dimostrato da Christine Lagarde la settimana scorsa è nel solco della piena continuità con la politica di Draghi.

Nell'Eurozona l'inflazione è nuovamente sui livelli minimi degli ultimi quattro anni, il dato di -0,3% in settembre è stato al di sotto delle attese degli analisti e della rilevazione del mese precedente. E' la prima volta dal 2016 che l'inflazione nell'Eurozona è negativa per due mesi consecutivi.

L'obiettivo di una crescita dei prezzi "al di sotto ma vicino al 2%" forse non è più adeguato al nuovo contesto economico, il ragionamento sviluppato da Christine Lagarde sembra anticipare approcci monetari più aggressivi, la revisione strategica della BCE, ripresa dopo la sospensione per Covid, potrebbe avvicinare Francoforte a Washington.



Le banche centrali vogliono inflazione. Fonte: Gavekal Research, Macrobond.

I mercati hanno puntato sin da marzo sul successo delle politiche interventiste dei governi e delle banche centrali, che restano confermate, la lotta al coronavirus è ancora in corso e gli ultimi sviluppi sulla ricerca del vaccino sembrano promettenti.

Nel frattempo si allungano le ombre dei lockdown (nove quartieri di New York sono interessati da misure restrittive) e l'evento politico più importante dell'anno si sta avvitando in una spirale di incertezza mai vista.

Ma sono rumori destinati ad affievolirsi, per la regola del rasoio di Occam, la spiegazione più semplice è generalmente quella corretta, il segnale è la determinazione dei governi e delle banche centrali a sostenere l'economia mantenendo le misure straordinarie fino al termine dell'emergenza sanitaria.

Se l'erraticità dei movimenti di mercato, amplificati dai rumori dell'"esercito del trade", rende impervio avventurarsi nelle previsioni di breve termine, ha senso ragionare nel lungo termine, dove i segnali dell'interventismo di governi e banche centrali giustificano la preferenza al rischio che premia la pazienza. Le nuvole scure che si addensano sul futuro portano nuove fonti di incertezza: la volatilità di breve termine può essere contenuta con la diversificazione in strategie "merger arbitrage", long/short e metalli preziosi.

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.