

RIMMEL, PROSPETTIVE DEL NUOVO TRIMESTRE

L'accelerazione delle campagne vaccinali negli Stati Uniti e in Europa migliorano le prospettive delle economie avanzate, al giro del primo trimestre l'economia globale è orientata in un sentiero di credibile ripresa, con il progresso nelle vaccinazioni il Fondo Monetario rivede al rialzo le stime di crescita

La vita è una strada con molti tornanti canta Francesco De Gregori

Il Principe della Canzone ha appena girato i suoi splendidi settant'anni, i mercati girano la boa di un trimestre che ha avuto la sua parte di tornanti, le borse sono avanzate superando almeno tre curve particolarmente impegnative.

Il primo tornante è stata la crescita dei rendimenti obbligazionari. Il Treasury a dieci anni è passato da circa 0,90% di inizio anno (era a 0,50% in agosto) a oltre 1,70% prima di correggere leggermente e riportarsi verso 1,60%. La ragione del brusco movimento al rialzo, lo abbiamo scritto anche nelle scorse settimane, è stata la paura del ritorno dell'inflazione.

Subito dopo si è presentato il secondo tornante: il rialzo dei tassi, soprattutto il rialzo dei tassi reali (il rendimento reale del decennale americano è passato da circa -1,1% di inizio anno all'attuale -0,7%), ha dato robusti scossoni all'edificio delle valutazioni azionarie, sostenute proprio dai tassi ultra-bassi. L'accelerazione dei piani vaccinali ha avvicinato il ripristino della normalità e il recupero dei settori maggiormente penalizzati dalle chiusure. La rotazione di settori e stili si è avvertita in fine febbraio: il ritorno del favore ai titoli "value" e la buona performance delle small-cap americane hanno fatto pagare pegno ai titoli della tecnologia mentre le azioni emergenti hanno sofferto la salita dei rendimenti americani e del dollaro.

La terza curva impegnativa è stata quella delle vicende di GameStop e, negli ultimi giorni di marzo, del collasso di un hedge fund. Due episodi diversi che hanno però ricordato le nuove fragilità del sistema finanziario. I volumi, alimentati dalla facilità ed economicità del trading online, possono prevalere sui fondamentali, il basso costo del finanziamento può far dimenticare la pericolosità della leva, strumento indispensabile nel mercato dei capitali ma da maneggiare con cura.

Al giro del trimestre restano da superare altri tornanti ma, al momento, il 2021 conserva tutte le caratteristiche della rivincita sull'anno scorso.



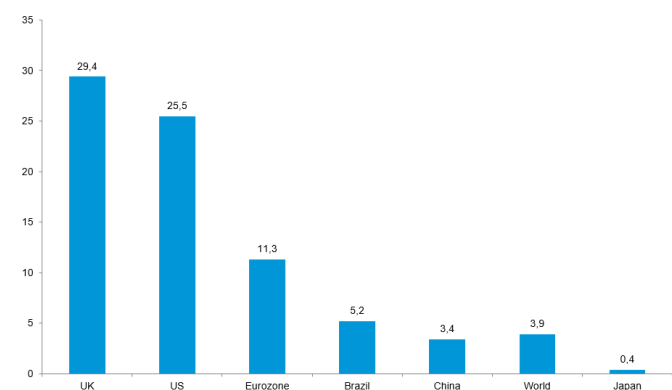
francesco de gregori Alice non lo sa

Francesco De Gregori, "Alice non lo sa", 1973. E' il secondo album del cantautore, non fu un grande successo commerciale ma l'eleganza dei testi conquistò il pubblico più giovane. Nel testo della canzone che da il nome all'album sono presenti riferimenti letterari a Lewis Carroll, Leonard Cohen e Cesare Pavese, all'età di diciassette anni lo scrittore rimase ad aspettare per ore sotto la pioggia una ballerina, si ammalò di pleurite e rimase assente da scuola tre mesi



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

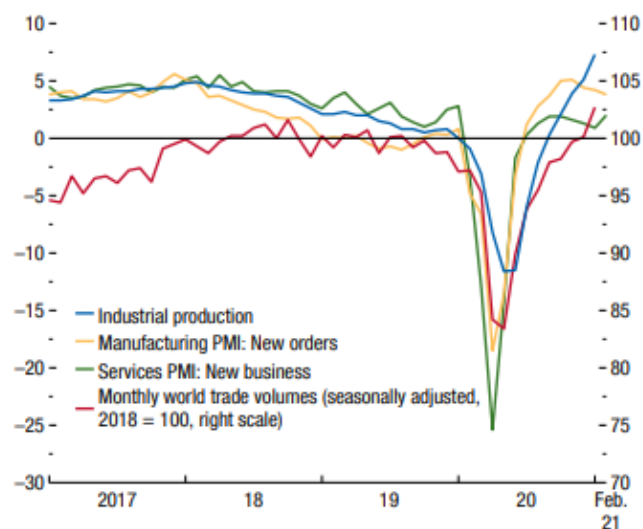
Il primo trimestre consegna una economia globale in un sentiero di ripartenza credibile e sostenibile, le velocità diverse tra i paesi sono spiegabili anche con le diverse velocità nelle somministrazioni vaccinali alla popolazione. La piena ripresa delle attività commerciali ed economiche è garantita esclusivamente dalla diffusione della protezione vaccinale. L'animosità, i disagi e i sacrifici di migliaia di esercenti e piccoli operatori economici sono comprensibili, benché anche in questo caso prevalga la distorsione del breve termine: si calcola con precisione i costi delle chiusure nel breve periodo, più difficile tenere conto dei costi nel lungo periodo delle aperture. Solo la copertura immunitaria assicurata dai vaccini può conciliare i due piani temporali e consentire la ripresa in sicurezza delle attività. Il passo spedito delle vaccinazioni negli Stati Uniti, in Gran Bretagna e, con ritardo, in Europa, avvicina la fine dell'emergenza.



Le divergenze economiche spiegate anche dalle diverse velocità nella distribuzione e somministrazione dei vaccini. Nel grafico, i progressi verso l'immunità di gregge, definita con il 70% della popolazione resistente al virus. Fonte: GAM Investments, John Hopkins, Bloomberg.

Anche la fotografia dell'economia globale consegnata la scorsa settimana dal Fondo Monetario Internazionale è decisamente più luminosa, "la fine della crisi è sempre più vicina" ha detto la capo economista Gina Gopinath. Previsioni molto diverse da quelle formulate pochi mesi fa, accade raramente che una istituzione blasonata come il Fondo Monetario modifichi in modo così pronunciato le proprie analisi, un'ulteriore conferma della straordinarietà di questo tempo. Ad ottobre il FMI scriveva di "danni durevoli" che la pandemia avrebbe lasciato agli standard di vita delle persone, la ripresa sarebbe stata "lunga, disuguale e incerta".

Lo scenario presentato oggi è molto diverso. Grazie ai vaccini e alla volontà di spesa dei governi, le economie usciranno dalla crisi sanitaria con poche cicatrici, niente a che vedere con la pesante eredità della crisi del 2008. Il mondo "post-Covid 19" è finalmente alle viste, si prospettano due anni di crescita, 6% quest'anno, 4,4% nel 2022. Per gli economisti del Fondo l'assenza di effetti prolungati della pandemia significherà soprattutto una più agevole gestione del fardello del debito accumulato: il ritorno dell'attività economica ne comporta la stabilizzazione e, questa volta, non c'è il rischio di ripetere gli errori delle politiche cicliche del 2010.



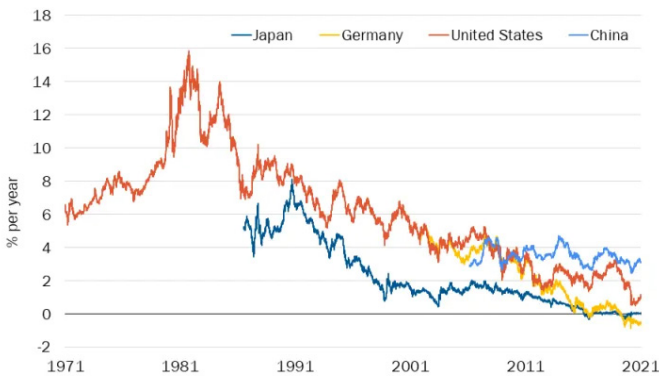
Gli indici mostrano il recupero del commercio e della manifattura, più indietro i servizi. Fonte: IMF World Economic Outlook April 2021.

Il cambio di scenario è corroborato dai dati macro e dalle rilevazioni dei "leading indicator". L'indice ISM dei servizi del mese di marzo, negli Stati Uniti, è balzato da 55,3 a 63,7, un salto che ha sorpreso tutti, le attese erano attorno al valore di 59: un ulteriore tassello alla relazione positiva tra somministrazione dei vaccini, fiducia e ripresa economica.

Anche i dati del mercato del lavoro, 916.000 nuovi posti di lavoro in marzo, hanno superato le attese, il tasso di disoccupazione è sceso in un anno dal massimo di 14,8% di aprile 2020 all'attuale 6% ma milioni di persone sono ancora fuori dal mercato del lavoro e dai radar delle rilevazioni. Ci vorrà tempo per riportare la forza lavoro ai livelli precedenti la crisi, nei loro interventi pubblici i membri del board della Fed non mancano di ricordare che gli effetti più pesanti delle chiusure sono stati avvertiti dallo small business e dalle fasce dei lavoratori a più basso reddito. Dal canto suo, Jerome Powell ha parlato negli ultimi interventi della necessità che la crescita sia inclusiva, facendo notare che tra la popolazione di colore la disoccupazione è ancora superiore al 9%, lontana dal minimo storico di 5,2% dell'agosto 2019.

E veniamo all'argomento di cui si parla in città, l'inflazione. Negli Stati Uniti è probabile che nel secondo trimestre l'inflazione continui a crescere, che il sistema economico, ancora malconco da un anno di inattività o di attività debole, non sia in grado di rispondere all'"effetto molla", ovvero al rialzo improvviso della domanda dei consumatori. In questo scenario di inflazione da offerta, gli enormi stimoli fiscali americani rischiano di innescare inflazione da domanda per l'eccesso di disponibilità di denaro da parte delle famiglie (nel 2009 la liquidità era andata alle riserve delle banche).

La Fed ha fatto intendere chiaramente che sarà indulgente con una crescita dei prezzi al consumo superiore al 2% ma, come sempre, l'esercizio migliore è quello di guardare più lontano.



Rendimenti dei titoli governativi a 10 anni, nel lungo termine in costante discesa. Fonte: Brooking Institute.

Il tasso di interesse naturale è in discesa strutturale da trent'anni. E' l'argomento al cuore della teoria della stagnazione secolare di Larry Summers: tassi reali bassi o negativi incorporano attese di crescita, nel lungo termine, inferiori alla media storica. Come recita il noto adagio, gli andamenti del passato non sono garanzia di andamenti analoghi nel futuro. Lo scenario è inedito, non ci sono precedenti dai quali trarre qualche segnale, teniamo però conto che non sono scomparse le forze strutturali che in questi anni hanno esercitato pressione sui prezzi e l'inflazione "core", depurata delle componenti volatili di energia e alimentari, non si sta muovendo.



Non si muove l'inflazione "core", depurata dai prezzi di alimentari ed energia. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

Nel lungo termine non c'è uno scenario inflazionistico però, prima di escludere del tutto le possibilità di "hard-landing", aspettiamo la riunione della Fed di giugno: saremo a metà anno e se Powell riuscirà a convincere che l'unica stella polare della banca centrale resta la piena occupazione, sarà spostato in avanti il temuto "clash" tra il Board, che non prevede interventi sui tassi prima del 2023, e i mercati che li temono già nel 2022.

Veniamo all'Europa. Giovedì scorso sono stati pubblicati i verbali della riunione di marzo della Banca Centrale Europea, le carte dell'istituto di Francoforte non sono di un colore solo, come gli assi di Rimmel.

Al contrario, danno conto dell'animato scambio di opinioni che ha preceduto la decisione di aumentare gli acquisti di obbligazioni governative nel programma PEPP (Pandemic Emergency Purchase Programm). I verbali raccontano anche che c'è stato dibattito in merito ai possibili effetti sull'economia europea degli stimoli fiscali americani. Nel corso della conferenza stampa di marzo, però, Christine Lagarde aveva liquidato l'argomento dicendo che gli investimenti americani non erano stati considerati nelle analisi della banca. Sono almeno due le informazioni rilevanti che si possono trarre dalla lettura dei verbali:

1. maggiore chiarezza sulla funzione di reazione dell'istituto di Francoforte. Un amico che insegna finanza dei mercati globali più volte mi ha parlato della difficoltà di "leggere" le mosse e la comunicazione della BCE rispetto alla Federal Reserve. I verbali dicono finalmente qualcosa in più, a fronte di aspettative di inflazione più elevate la BCE sarà tollerante verso più alti tassi d'interesse nominali, la sua attenzione si concentra sui tassi di interesse reali, il loro rialzo potrebbe innescare l'inasprimento delle condizioni finanziarie e verrebbe tollerato solo se in fase con una crescita convincente;
2. le dinamiche dei rendimenti e della crescita segnalano inflazione ma, ecco la seconda informazione interessante, a Francoforte ritengono che l'inflazione un po' più alta sia un fenomeno temporaneo.



Francesco De Gregori, "Rimmel", 1975. Il titolo dell'album rimanda al cosmetico usato per scurire e allungare le ciglia, un trucco, un elemento artificiale che modifica la realtà. La canzone che dà il titolo all'album comincia con una congiunzione, non siamo all'inizio ma nel mezzo di una storia anzi, siamo alla sua fine, Rimmel è una canzone sull'addio

Rimmel è un grande album di De Gregori, il rimmel è il prodotto di cosmesi che infoltisce le ciglia e rende più intenso lo sguardo. Non c'è rimmel nelle allocazioni tattiche nel nuovo trimestre, non c'è spazio per il trucco, per l'adulterazione della realtà. Le azioni continuano a essere il motore della performance, alimentate dal ritorno dell'ottimismo, dallo scenario favorevole e dalle migliori aspettative sugli utili (in settimana comincia la nuova stagione).

A **livello tattico** il tema che legittima la preferenza all'Europa è quello della ripresa, più convincente via via che acquistano velocità e regolarità le somministrazioni dei vaccini. Il tema della ripartenza, avverte il nostro Julian Howard, "non riguarda solo la rotazione ma anche il cambio nella leadership di mercato", gli investitori continuano a limare le posizioni sulle società che sono state primatiste nel "mondo Covid", incrementano quelle su settori che beneficiano del "mondo post-Covid", titoli value, ciclici e azioni di qualità con buoni bilanci. Un posizionamento pragmatico e flessibile, che approfitta cioè del momentum senza trascurare le molte fragilità (vedi L'Alpha e il Beta del 29 marzo 2021).

A **livello strategico**, gli effetti degli investimenti pubblici nelle infrastrutture dureranno nel tempo, i temi preferibili restano quelli dei macro-trend (le transizioni tecnologica e ambientale, lusso, health care), esposti alla volatilità delle narrazioni di breve termine su deflazione o ripresa ma ancorati a credibili dinamiche pluri-decennali.

"Non conosce paura, l'uomo che salta
E vince sui vetri e spezza bottiglie,
ride e sorride,
perché ferirsi non è possibile"

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.