

LA FOLLE JOURNÉE DEI MERCATI

Non avevamo ancora compiutamente valutato l'esito delle elezioni americane che è arrivata la notizia della imminente disponibilità del vaccino anti Covid-19. La prospettiva dell'uscita dall'emergenza sanitaria può innescare un mini-ciclo economico che a sua volta innesca una nuova rotazione settoriale.

Era il 9 novembre quando nel 2016 arrivò la notizia che Donald Trump aveva avuto la meglio su Hillary Clinton e i sondaggi.

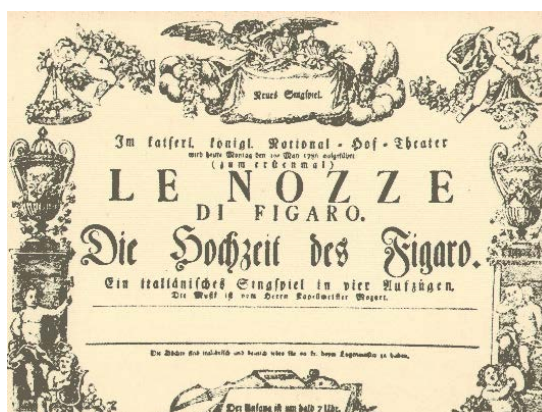
In quel mercoledì di quattro anni fa terminava il conteggio dei voti negli stati chiave di Pennsylvania, Wisconsin, Ohio e North Carolina, Hillary Clinton fece la rituale telefonata di congratulazioni e ammissione della sconfitta e il discusso tycoon tenne il suo primo discorso da presidente.

Fu una sorpresa per quasi tutti, tra le poche eccezioni il regista Michael Moore che aveva condotto una indagine approfondita delle preferenze di voto negli stati che si sarebbero rivelati decisivi.

Sui mercati, la giornata del 9 novembre 2016 cominciò con il nervosismo dei forti acquisti di Treasury e oro, tradizionali luoghi della sicurezza. Ma nel giro di poche ore lo sbigottimento lasciava spazio all'ottimismo e Wall Street chiudeva in territorio positivo, tirata in modo particolare dai titoli finanziari e farmaceutici.

Gli operatori avevano valutato meglio le conseguenze delle promesse elettorali di Trump, scalarono la marcia e prese il via il rally che abbiamo conosciuto. Salirono sulla giostra anche le previsioni sulle mosse della Federal Reserve che si sarebbe riunita a metà dicembre, le probabilità di un intervento passarono in poche ore dall'80% al 50%, per poi risalire a 80% (per la cronaca, nel meeting del 14 dicembre la Federal Reserve aumentò i tassi di 25 punti base).

Insomma, quel 9 dicembre 2016 fu una vera e propria "folle journée", come quella messa in musica da Mozart con quel geniaccio di Da Ponte.



"Le nozze di Figaro, ossia la folle giornata", opera in quattro atti di W. A. Mozart su libretto di A. Da Ponte, rappresentata a Vienna il 1 maggio 1786

Nella "folle giornata" del matrimonio di Figaro e Susanna si susseguono sorprese, scambi di persone, fughe rocambolesche, imbrogli e garbugli, dispute e baruffe fino alla grande riappacificazione conclusiva, con l'aria della Contessa: "la musica del sublime perdono riempiva il teatro, conferendo a tutti i presenti una totale assoluzione", dice il vecchio Salieri nell'Amadeus di Milos Forman.

Il filo narrativo dell'opera non è tanto l'amore, che in modo diverso lega tra loro i protagonisti, quanto piuttosto la loro "irrequietezza della ricerca della persona da amare". Ed è proprio l'irrequietezza che ha innervato i mercati finanziari nella "folle journée" del 9 novembre scorso, esattamente quattro anni dopo l'altra del 2016.



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

Eravamo ancora tutti assorbiti dall'esito delle elezioni americane quando è piombato nello stagno il sasso dell'imminente disponibilità di un vaccino contro il SARS-CoV-2. Il vaccino, al quale viene attribuito un alto tasso di efficacia, è il risultato della collaborazione tra l'americana Pfizer e la tedesca BioNTech, società fondata da figli di immigrati turchi, un bell'esempio di relazioni tra aziende e di storie personali (il CEO di Pfizer è greco), il lato nobile della cooperazione e della mobilità delle persone.

I mercati, di buon umore per l'affermazione di Biden, alla notizia si sono immediatamente infiammati. Lo S&P 500 ha sfiorato il +4% intraday per chiudere poi a +1,2%; l'indice Russell 2000, più fedele rappresentazione di Corporate America, ha guadagnato un rotondo +3,7%. Società letteralmente massacciate in questi mesi sono balzate del 20% e l'euforia ha naturalmente segnato anche le borse europee con lo Stoxx 600 a +4%. Nello stesso giorno il Nasdaq, beniamino degli investitori, ha registrato una perdita secca e le società della tecnologia sono state le peggiori anche in Europa.

In definitiva, e senza sorpresa, la novità del vaccino ha riportato sugli scudi settori e società penalizzate dal crollo della domanda e ha mandato nella polvere le società tecnologiche dalle valutazioni impossibili.

Lo avevamo ricordato su queste colonne poche settimane fa (L'Alpha e il Beta del 26/10), il vaccino è la luce in fondo al tunnel, ci vorranno ancora tempo e pazienza ma almeno si scorge la fine dell'emergenza. Per i mercati finanziari, che scontano il futuro, è un "game changer".



La speranza all'improvviso, la copertina del numero dell'Economist di questa settimana ricorda quella dell'aprile 2009, sperando che abbia lo stesso auspicio. Fonte: The Economist.

Il cambio di gioco ha coinvolto naturalmente anche le obbligazioni, lunedì il rendimento del Treasury decennale è balzato a quasi l'1%, la scadenza dei trent'anni ha registrato un salto di 13 punti base a 1,74%.

I prezzi delle obbligazioni sono strattinati dal possibile peggioramento delle condizioni economiche da una parte e le nuove prospettive presentate dal vaccino. Gli analisti si dividono tra co-

loro che vedono il decennale americano impegnato a superare la resistenza di 1,1% e quanti invece ne prevedono il ritracciamento verso 0,80%. L'entusiasmo per il vaccino si stempererà presto, sostengono questi ultimi, saranno necessari mesi per la sua disponibilità capillare e nel frattempo il virus continua a essere una seria minaccia alle persone e alle economie avanzate, Stati Uniti compresi: Biden è determinato a una gestione dell'emergenza molto diversa e le ombre dei lockdown si allungano anche sugli Stati americani.

Nei paesi avanzati l'attività economica sta rallentando: prima dell'introduzione delle ultime misure restrittive, i Composite Leading Indicator rilevati dall'OECD mostravano un modesto miglioramento nelle maggiori economie occidentali (con l'eccezione della Gran Bretagna, ma lì c'è la questione ancora irrisolta degli accordi con l'Unione Europea). Le condizioni economiche sono migliori nelle economie emergenti, soprattutto in Cina e nell'area asiatica. Tutto sommato, il peggioramento nel quarto trimestre sarà ininfluente, il 2020 ormai è "andato", l'attenzione è già rivolta al 2021 e, scrivono all'OECD, la disponibilità del vaccino può incidere per un 2% di differenza nella performance dell'economia globale.

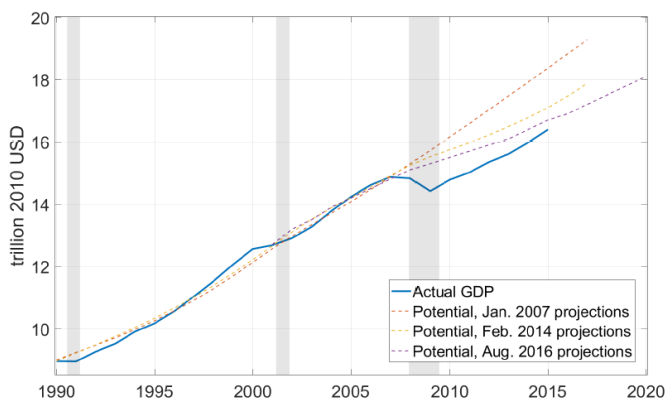
OECD area: Moderating pace of growth



Fonte: OECD Composite Leading Indicators News Release

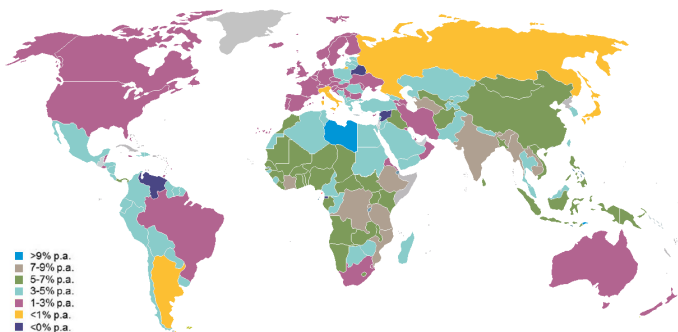
I governi in Europa e negli Stati Uniti sono impegnati su due fronti, quello sanitario e quello economico. Le priorità nel fronte sanitario sono almeno due: piegare la curva dei contagi e allestire la logistica per la conservazione e distribuzione delle dosi di vaccino quando saranno disponibili.

Sul fronte economico la priorità è evitare l'effetto cicatrice o, detta in termini più accurati, lo "unit root effect", cioè una riduzione permanente del PIL rispetto alle dinamiche precedenti la crisi. Accadde nella crisi del 2007-2008, come allora governi e banche centrali hanno evitato la crisi finanziaria ma "non sappiamo se riusciranno ad evitare lo scostamento permanente della linea blu del trend che seguì la Grande Recessione" commenta l'amico Fabio Ghironi dell'University of Washington "quanto meno negli Stati Uniti, cercare di evitare che questo si ripeta penso sia un driver importante, soprattutto con la nuova amministrazione Biden".



La linea blu è il PIL reale USA, le altre descrivono proiezioni del PIL potenziale formulate in momenti diversi. Fonte: gentile concessione Dmitry Brizhatyuk, WP Housing Market Cycles, Productivity Growth, and Household Debt, Aug. 2020.

Al netto degli esercizi previsivi, sempre aleatori, lungo termine e diversificazione intelligente mettono al riparo dai movimenti di breve periodo. I prezzi delle obbligazioni governative sono difficilmente sostenibili, la componente obbligazionaria può essere diversificata con classi di attivo più efficienti. Con le elezioni americane alle spalle e le attese del vaccino dai contorni più definiti, le prospettive delle obbligazioni emergenti, ad esempio, si fanno ancora più interessanti in uno scenario generale favorevole.



Previsioni della crescita media del PIL reale 2015-2020E: l'area asiatica la più favorita. Fonte: GAM, IMF World Economic Outlook.

Per quanto riguarda i fondamentali, le economie emergenti, soprattutto quelle asiatiche, ricordano bene la durezza del Fondo Monetario nella crisi del 1997 e da allora hanno accumulato ingenti riserve in valuta forte che, oggi, costituiscono un prezioso vaccino contro l'instabilità (soprattutto dei paesi occidentali).

In ottobre la ripresa economica cinese ha proseguito senza incertezze: +6,9% la crescita anno su anno della produzione industriale (le attese erano di 6,7%), gli investimenti in capitale fisso sono aumentati di +1,8% (anno su anno), guidati principalmente dalle infrastrutture. Soprattutto, prosegue la ripresa nei consumi, obiettivo di medio termine delle autorità di governo: +4,3% le vendite al dettaglio anno su anno in ottobre (da 3,3%), in termini reali le vendite al dettaglio tornano alle dinamiche pre-Covid 19.

La componente obbligazionaria si può diversificare anche con i "Cat bonds", obbligazioni legate ai rischi assicurativi il cui rendimento è decorrelato dal resto del mercato e, soprattutto, dalle variabili economiche.

Il dollaro si trova intrappolato nella medesima tensione tra peggioramento dei dati economici e le prospettive aperte dal vaccino: sulla notizia il Dollar Index, che misura il rapporto della valuta americana con un paniere ponderato delle sei principali valute, ha dapprima registrato una perdita secca per poi risalire durante la settimana di oltre mezzo punto. Il biglietto verde tende a indebolirsi quando torna l'appetito per il rischio ma questa volta è stato sostenuto dal "cambio di gioco" che potrebbe consentire alla Fed di essere meno accomodante rispetto alle attese.

La folle journée di Mozart e Da Ponte termina in allegria, "ed al suon di lieta marcia corriam tutti a festeggiar" cantano danzando i protagonisti.

Noi non possiamo permettercelo, siamo passati rapidamente dal commento alle elezioni americane alla novità del vaccino, si sono verificati movimenti bruschi nei settori azionari e nei bond. Il Value si prenderà la sua rivincita ma non siamo ancora al passaggio di testimone con il Growth che conserva valore e potenzialità, soprattutto nelle società del settore tecnologico del segmento "Tier 2".

I tassi a zero e la narrativa della stagnazione secolare ci accompagneranno ancora per un po' di tempo.

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.