

HOLODOMOR

Crisi alimentare, chiusura dei porti, inflazione, tassi in aumento: una mano di poker pericolosa ma, come sanno i giocatori, le carte cambiano, nelle parti scure del quadro dello scenario globale c'è anche il sentiment negativo ma non mancano i contrasti con fonti di luce

Holodomor.

Con questa parola gli ucraini si riferiscono alla grande carestia che tra l'autunno del 1932 e la primavera del 1933 straziò vaste regioni del loro paese. Stalin era determinato a dare una lezione ai kulaki, piccoli, agiati proprietari terrieri che si erano opposti alla nazionalizzazione della terra e delle proprietà. In Ucraina la collettivizzazione delle fattorie fu particolarmente brutale, i raccolti vennero requisiti, alle popolazioni delle aree colpite vennero applicate dure misure repressive tra le quali il divieto di spostarsi in altre zone in cerca di cibo.

“Dopo la liquidazione dei kulaki la superficie coltivata si era assai ridotta e il rendimento s'era abbassato ...” scrive Vasilij Grossman “... gli affamati rimasero soli, lo Stato li aveva abbandonati, la gente cominciò ad andare da un villaggio all'altro, ognuno chiedendo l'elemosina all'altro, i poveri ai poveri, gli affamati agli affamati ...”. Le cronache di quella tragedia sono terribili, l'Ucraina il quarto sabato di novembre di ogni anno fa memoria dell'Holodomor, termine che deriva dalle parole “holod”, che sta per fame, privazione, e “moryty”, che significa uccidere.

I morti per fame furono tra i quattro e i sei milioni di persone, nel 2003 una dichiarazione congiunta dell'ONU stabilì che quella carestia fu il risultato di politiche e azioni crudeli, nel 2008 una risoluzione del Parlamento Europeo riconobbe l'Holodomor un crimine contro l'umanità.



Tutto scorre, di Vasilij Grossman, racconta anche gli anni della collettivizzazione, dell'uccisione dei kulaki e della carestia in Ucraina (Adelphi 1987)



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

Il blocco russo ai porti nel Mar Nero riporta alla memoria quella lontana tragedia, le navi colme di grano e ferme nei porti rischiano di essere il primo passo verso una seria crisi alimentare: ora la guerra russa in Ucraina allunga le sue ombre verso i paesi del Nord Africa e del Medio Oriente, tra i più dipendenti da quelle forniture di grano. Esempio paradigmatico delle difficoltà che ghermiscono i paesi più vulnerabili è lo Sri Lanka, obbligato a una vera e propria alternativa del diavolo, scegliere se onorare gli impegni finanziari con i creditori esteri o destinare le poche disponibilità di valuta forte agli acquisti di farmaci, alimenti, carburante, beni necessari alla cittadinanza. Il Pakistan si trova in una situazione altrettanto complicata, altri paesi emergenti o "frontiera", alle prese con il fardello dei debiti in dollari, potrebbero a loro volta trovarsi di fronte a problemi simili.



Copertina dell' Economist del 21 maggio 2022

“La sfida più impegnativa per l’economia globale dai tempi della Seconda Guerra Mondiale”, come la definisce Kristalina Georgieva, presenta una molteplicità di contrasti. Come nella pittura di Caravaggio, dove le tinte scure accentuano il contrasto con le luci, nel quadro dello scenario globale non c’è solo il buio della crisi alimentare. In un dipinto che raffigura tre giocatori, dove le contrapposizioni cromatiche si uniscono a quelle sociali rivelate dagli abiti dei giocatori, sembra che i tre siano impegnati in una mano di Primiera, gioco di carte all’epoca molto popolare e antenato del poker. Ed è proprio un poker quello che si può riconoscere nelle tinte scure dello scenario globale.

La prima carta l’abbiamo appena ricordata, è la crisi alimentare provocata dalla guerra. Unita alla crescita debole e ai più alti tassi di interesse sta facendo sperimentare ai mercati emergenti uno dei peggiori momenti degli ultimi decenni. Dall’inizio dell’anno sono usciti dai fondi comuni e ETF specializzati nelle economie emergenti quasi 36 trilioni di dollari, le performance degli indici azionari e obbligazionari sono state tra le peggiori degli ultimi vent’anni.



Caravaggio (1571-1610) "I Bari", 1584. Kimbell Art Museum, Fort Worth. Fonte: Wikipedia.

La seconda carta è la Cina. Il governo è impegnato nel gestire una delle fasi più acute della diffusione del virus da quando è cominciata la pandemia, le severe misure di quarantena imposte dalla politica della "Zero Covid 19" sembrano aver ragione con molta lentezza della più trasmissibile variante omicron. Dopo quasi due mesi di isolamento inefficiente e brutale, a Shanghai e nelle altre città in lockdown si sta incrinando la fiducia dell’opinione pubblica nella leadership che impone la tolleranza zero.

Il blocco dei porti, conseguenza dei severi lockdown, sta imponendo anche severi costi economici. Pochi giorni fa, in una video-conferenza con una vasta platea di funzionari di varie parti del paese, il premier Li Keqiang ha ammesso con inusuale franchezza la difficoltà a realizzare nel secondo trimestre una crescita positiva. L’obiettivo non è più il 5,5% indicato a inizio anno ma una crescita almeno sopra lo zero, un ridimensionamento necessario "basato sulla realtà" ha detto Li. Parole che danno maggiore evidenza alle difficoltà di Xi Jinping: la crescita economica è l’ingrediente indispensabile per conservare il sostegno dell’opinione pubblica e, soprattutto, per conquistare l’ambizioso obiettivo della terza conferma a presidente.

Poi naturalmente c'è la carta degli Stati Uniti, dove l'attenzione si concentra sulla Federal Reserve.

Lo stimolo fiscale che alcuni economisti, Summers su tutti, hanno sempre ritenuto eccessivo, ha preservato l'economia americana dal disastro ma il denaro messo nelle tasche degli americani l'ha fatta correre troppo. Colta di sorpresa dalla velocità e dall'ampiezza dell'aumento dell'inflazione, la Federal Reserve è corsa ai ripari inasprendo bruscamente la politica monetaria. Powell ha cambiato il registro comunicativo e anche recentemente ha ribadito che la banca centrale continuerà ad alzare i tassi di interesse fino a quando non ci saranno prove "chiare e convincenti" che l'inflazione stia invertendo verso il livello desiderato del 2%.

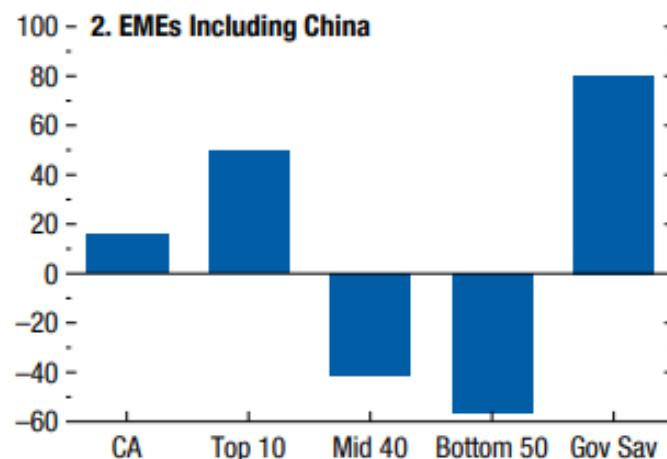
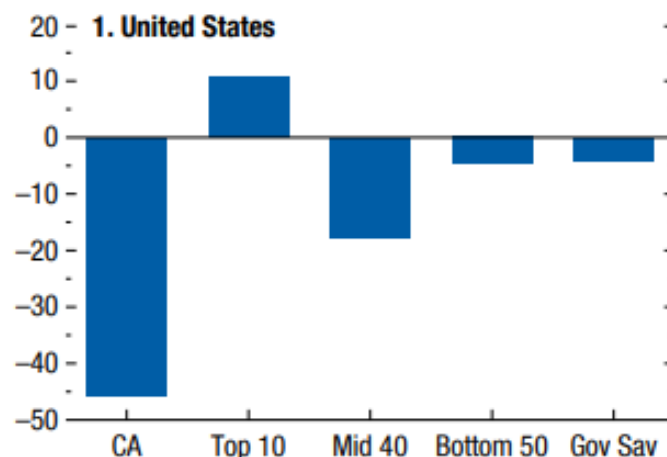
I verbali dell'ultima riunione della Fed però, ecco un primo elemento di contrasto con la parte scura del quadro, rivelano la consapevolezza dei banchieri centrali del sentiero stretto in cui dovranno avanzare, tra l'urgenza del contrasto all'inflazione e nello stesso tempo scansare la recessione. È probabile che i prossimi aumenti saranno nell'ordine dei 50 punti base e i mercati confidano che, nell'arco di qualche mese, le attuali condizioni andranno attenuandosi.

L'ultima carta di questo malsana mano di poker è l'Europa, dove l'inflazione comincia a farsi sentire nei bilanci delle famiglie. Da questa parte dell'Atlantico l'inflazione non è dovuta al surriscaldamento della domanda ma ai prezzi dell'energia. "Purtroppo per l'Unione Europea" annota con malizia Chris Giles del Financial Times "la comprensione della causa dei problemi non ne riduce le conseguenze". Con +7,4% di inflazione ad aprile, i prezzi crescono più rapidamente dei redditi, una contrazione dei consumi è nelle carte e una recessione tecnica probabile.

Ma nei contrasti caravaggeschi dello scenario globale ci sono anche le luci, come quella che nel quadro "I Bari" rischiera la parete della stanza.

L'Outlook del Fondo Monetario pubblicato poche settimane fa non è incoraggiante ma alla fine del secondo capitolo c'è un breve, interessante "box" di approfondimento. L'argomento è l'eccesso di risparmio accumulato nelle fasce di reddito più alte della popolazione mondiale. Di "saving glut", di squilibrio tra risparmio e investimenti "in larga parte proveniente dalla Cina e da altre economie emergenti asiatiche", aveva parlato Ben Bernanke nel 2015, un eccesso di disponibilità di denaro che cerca remunerazione nei mercati finanziari e che ha "contribuito al declino secolare del tasso di interesse naturale".

C'è una vasta letteratura che ha accertato come il "saving glut" abbia contribuito al declino pluridecennale del tasso di interesse naturale, gli autori dell'approfondimento (a pagina 62, facilmente scaricabile dal sito del FMI) fanno riferimento non solo a Stati Uniti e Cina ma agli ultraricchi di tutto il mondo.



Assorbimento del risparmio accumulato. Nel grafico la differenza cumulata per ogni variabile nel periodo 1996-2019 per gli Stati Uniti e 1996-2015 per le EME, rispetto ai livelli medi del 1994 e del 1995, in percentuale del reddito nazionale. CA = partite correnti; EME = economie emergenti; Gov Sav = risparmio pubblico. Fonte: IMF World Economic Outlook April 2022, IMF Staff Calculations.

Negli ultimi decenni vaste porzioni di risparmio sono uscite dai paesi emergenti più grandi, hanno alimentato l'accumulo di risparmio e contribuito agli avanzi delle partite correnti. "L'aumento dell'offerta netta di risparmio" scrivono gli economisti "esercita una pressione al ribasso sul tasso di interesse naturale", una considerazione che corrobora l'ipotesi di crescita modesta nel lungo termine.



Nel lungo termine le prospettive sono di crescita modesta. Fonte: GAM Investments, IMF World Economic Outlook.

Un'altra fonte di luce sono i consumi americani. La seconda lettura del PIL degli Stati Uniti nel primo trimestre ha segnato un lieve peggioramento rispetto alla prima stima (-1,5% rispetto al precedente -1,4% e l'atteso -1,3%), ma il dato confortante è stato la tenuta dei consumi personali, aumentati in aprile dello 0,9% rispetto al mese precedente, meglio dell'atteso 0,7%.

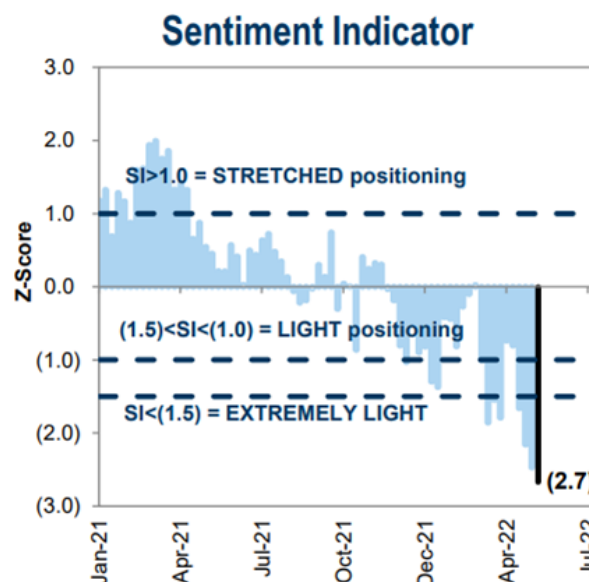


Il sentiment del mercato è su posizioni di estrema negatività. Fonte: GAM Italia SGR, BofA Global Investment Strategy.

I mercati possono rimanere irrazionali più a lungo di quanto noi si riesca a rimanere solventi diceva Keynes, che aveva dolorosamente imparato la lezione rimettendoci un sacco di soldi (vedi L'Alpha e il Beta del 26 aprile 2022 "Lezioni dalla storia"), mai andare contro il mercato ammoniscono gli operatori con maggiore esperienza, questo è ancora il momento della cautela.

Il sentiment prevalente è quello della prudenza e del resto è sempre difficile, controintuitivo, guardare oltre la volatilità quotidiana. Ciò nonostante, sembra che il mercato stia cercando segnali di stabilizzazione, punti di appoggio dai quali costruire ripartenze. In questo senso è significativo il calo dei rendimenti, al quale "si associano i primi segnali di stabilizzazione degli spread high grade e high yield, anche se non ancora definitivi" scrive David Dowsett di GAM Investments "gli attuali livelli di rendimento nelle sezioni più basse del mercato del credito sono stati storicamente associati a buone analisi di breakeven e a buoni punti di ingresso".

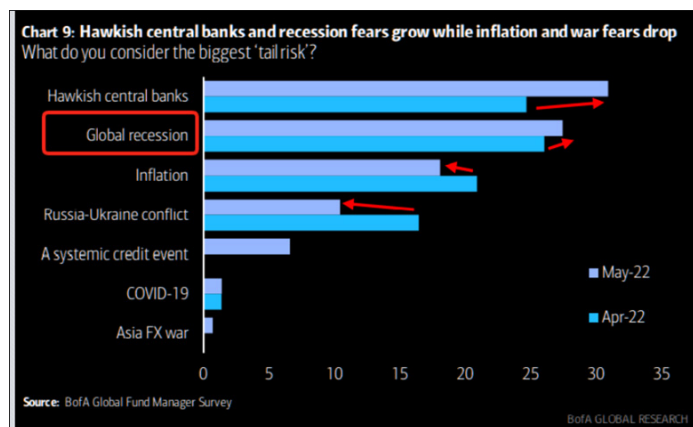
Mentre il re-pricing degli asset rischiosi prosegue, conviene mantenere un atteggiamento di cauta vigilanza, il sentiment è in area fortemente ribassista, ha messo a segno un filotto di sette settimane negative. Ma proprio livelli di sentiment così bassi aprono a interessanti possibilità di recupero nel medio termine, in alcuni settori come la tecnologia il rendimento teorico atteso è tra i più alti degli ultimi anni.



Note: Sentiment Indicator measures stock positioning across retail, istituto foreign investors versus the past 12 months. Readings below -1.0 or above extreme positions that are significant in predicting future returns. Fonte: GAM Investments, Haver, EPFR, FactSet, CFTC, Goldman Sachs Global Investments.

Vigilanza non fa rima con rassegnazione, la prudenza non sospende il dovere dell'analisi condotta per quanto possibile scevra dall'emotività. Le carte sui mercati cambiano continuamente, le emozioni degli uomini restano le medesime. "I profitti del mercato azionario sono come il tesoro dei folletti, un momento sono cenere, il momento dopo carbone, poi diamanti, poi ciottoli. Un momento sono la rugiada del mattino, il momento dopo lacrime". Non sono parole tratte da un elegante editoriale di questi giorni, le ha scritte più di tre secoli fa un commerciante spagnolo, Joseph de la Vega, in Confusion de Confusiones, gustoso libretto di spiegazione e commento del funzionamento del mercato azionario di Amsterdam nel XVII secolo.

L'incertezza del mercato rimane alta: inflazione, aumento dei tassi, blocco dei porti cinesi, guerra e crisi alimentare, tutti fattori che influiscono sul sentiment degli operatori, ma quasi tutti di natura temporanea. Il rischio più forte che vediamo sui mercati si nasconde in realtà nei possibili errori di policy delle banche centrali; per quanto riguarda invece la mano di poker, quante sono le probabilità che le carte di oggi siano ancora le stesse da qui a dodici mesi?



Cresce il timore di politiche monetarie troppo aggressive. Fonte: GAM Italia SGR, BofA Global Fund Manager Survey.

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.