

LA GUERRA DEL GAS

Powell ha cambiato il linguaggio e ha spazzato via l'ottimistica narrativa di una inversione dei tassi dietro l'angolo. Quando finiranno le oscillazioni dell'inflazione? Quando i mercati riacquisteranno finalmente un assetto sostenibile? Le azioni future delle banche centrali restano imperscrutabili a motivo dell'instabilità dello scenario politico, attenzione al rischio che i rumori nascondano i segnali

"Buy on rumors, sell on news".

I cambiamenti tumultuosi di questi anni devono aver cambiato qualcosa anche nei consolidati meccanismi dei mercati: il vecchio adagio che raccomanda di comprare sulle indiscrezioni e vendere sulla notizia questa volta non sembra aver funzionato.

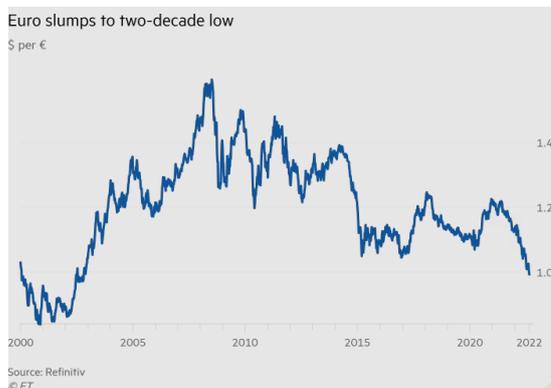
In ritardo rispetto alle altre banche centrali, la Banca Centrale Europea ha fatto seguito al rialzo dei tassi di riferimento di 50 punti base di luglio, il primo dal 2012, con il rialzo "jumbo" di 75 punti base, ha rivisto al rialzo le aspettative di inflazione e al ribasso le stime della crescita nell'Eurozona.

Il rialzo, eccezionale nella storia della banca, era ampiamente scontato nei prezzi eppure, sulla notizia, i mercati hanno reagito positivamente, l'euro e la sterlina hanno guadagnato terreno sul dollaro, sono saliti Wall Street e i listini europei.

Christine Lagarde non è stata prodiga di indicazioni. Ha ribadito la determinazione nella lotta all'inflazione, ci saranno nuovi aumenti nel prossimo futuro ed è molto probabile che l'intervento nella riunione di ottobre sarà consistente. Ma Lagarde non ha indicato ordini di grandezza, è stata generica sul possibile livello del tasso a termine, ha ridimensionato l'utilità dei modelli, "per quanto sofisticati siano", e ha buttato la palla in tribuna con il cliché che quella del banchiere centrale è un'arte.

Le esitazioni di Lagarde sono comprensibili, le difficoltà a mantenere una credibile "forward guidance" sono dovute alla vulnerabilità energetica dell'economia europea e alla imprevedibilità degli esiti del confronto muscolare con Mosca.

Debolezze che la moneta unica sta puntualmente registrando: l'euro è in "Saturno contro", giocano a suo sfavore il differenziale dei tassi e le diverse prospettive di crescita economica, il maggior costo dell'energia pesa sulle bilance commerciali.



La guerra del gas pesa sulle ragioni del cambio. Fonte: Financial Times

Per i mercati finanziari agosto è stato un mese da dimenticare, Powell ha cambiato linguaggio e il mercato ha dovuto cambiare le aspettative: è stata spazzata via l'ottimistica, o perlomeno prematura narrativa di una inversione dei tassi dietro l'angolo.



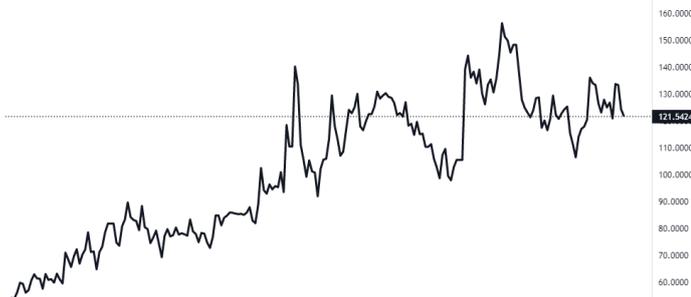
Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

L'esperienza del recente passato suggerisce però di non rischiare scommesse direzionali sull'inflazione: al momento le banche centrali restano determinate a piegare la curva dei prezzi e le aspettative. Se però allunghiamo lo sguardo al medio periodo, si intravede il graduale ritorno a una crescita contenuta e al verosimile rientro dell'inflazione.



Il mercato sconta il proseguimento della politica monetaria restrittiva nei prossimi mesi, uno stop a metà 2023 e una nuova inversione verso l'allentamento a fine 2023. Fonte: GAM Italia, Bloomberg

L'incertezza si riflette nei comportamenti dei mercati. L'indice VIX si aggira da circa due anni intorno alla quota 25, quasi otto punti al di sopra della media del 2010 e l'indice Merrill Lynch Options Volatility Estimate (MOVE), l'equivalente del VIX per il mercato obbligazionario, è nell'intorno dei valori del marzo 2020, quando il Covid-19 disseminava il veleno della paura.



Scary MOVE. Fonte: Trading Views

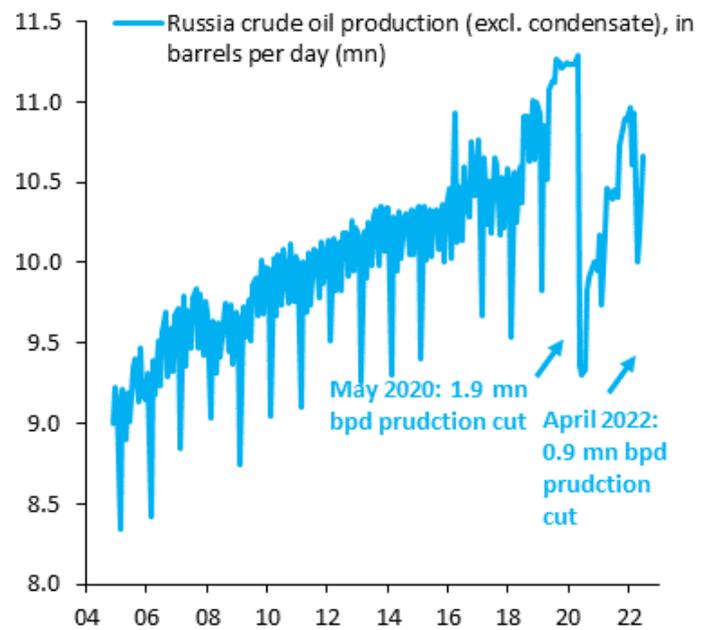
La lettura delle mosse dei banchieri centrali resta difficile ma, secondo il criterio del Rasoio di Occam, la spiegazione più semplice è la più vera, Lagarde, Powell, Bailey e gli altri non ne sanno molto più degli analisti, sono come loro alle prese con l'imprevedibilità, e la mutevolezza, dello scenario politico.

Tutto gira attorno all'energia scrivevamo la settimana scorsa, pesa la guerra economica con la Russia che usa il gas come un'arma contundente.

Le sanzioni sono "veleno a lento rilascio", scriveva L'Alpha e il Beta in marzo. Ora agli effetti delle sanzioni si aggiungono i rapidi cambiamenti sul fronte ucraino: il nervosismo del governo russo aumenta la posta sul tavolo, gli esiti del prossimo futuro possono essere i più inattesi. Dieci giorni fa Gazprom ha annunciato l'interruzione a tempo indeterminato delle forniture attraverso il gasdotto North Stream, gli attuali livelli dei prezzi

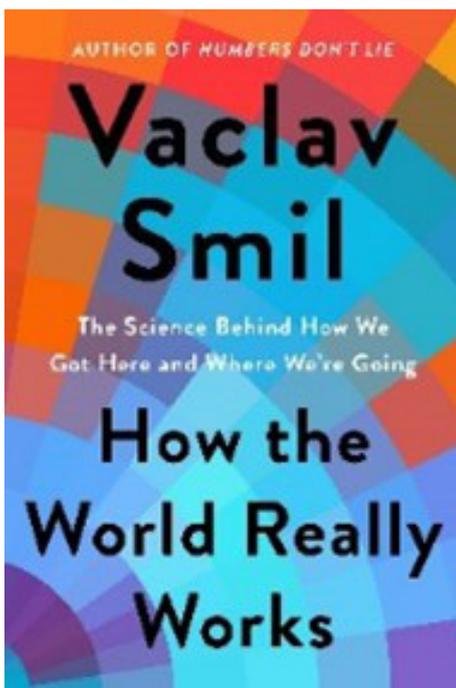
costituiscono un peso insostenibile per famiglie e imprese e pongono una seria ipoteca sulle condizioni del prossimo inverno.

Negli ultimi sei mesi l'Unione Europea ha importato circa 41 miliardi di metri cubi di gas russo, circa 400 TWh, il 10% del consumo totale di gas dell'Unione Europea che nel 2021 è stato di poco inferiore a 4.000 TWh. Si parla di sostegni a imprese e famiglie ma andrà prestata pari attenzione anche a metodi e soluzioni per ridurre i consumi. In ogni caso, la dipendenza dalle fonti fossili resta formidabile, sono fonti di energia e sono parimenti indispensabili per la produzione di cibo e materiale plastico.



A dicembre entrerà in funzione il tetto al prezzo del petrolio russo, Mosca ne sospenderà le esportazioni per far salire in prezzi sperando di dividere i paesi del G7 alimentando il malcontento delle pubbliche opinioni. Fonte: @RobinBrooksIIF

Non basteranno la buona volontà politica e investimenti anche ingenti nelle fonti rinnovabili: Vaclav Smil documenta che la quota di combustibili fossili nell'approvvigionamento energetico è diminuita in Germania solo dall'84% circa nel 2020 al 78% di oggi. A dispetto dei vertici internazionali e delle millantate dichiarazioni di intenti, nei primi decenni del nuovo secolo il consumo globale di combustibili fossili è aumentato del 45%.



V. Smil "How the World Really Works", 2022

La guerra del gas è il maggiore fattore di incertezza: la crisi energetica condiziona le risposte della politica fiscale alla recessione e al sostegno a famiglie e imprese. Una politica fiscale espansiva a fronte di inflazione e debito già alto aumenta le preoccupazioni sui titoli di Stato e sugli asset di rischio ad essi associati.

Quando finiranno le oscillazioni dell'inflazione? Quando i mercati riacquisteranno finalmente un assetto sostenibile? Sono queste le domande su cui ragionare, esercitandoci a distinguere i segnali dai rumori.

Poche settimane fa, nelle Lezioni nr. 464 e nr. 465, il professor Legrenzi metteva in guardia dall'eccesso di informazioni: il costante succedersi delle notizie costituisce un flusso di rumori "che offusca i veri segnali", diventa più difficile "scindere il rilevante dall'irrilevante" scrive il professor Legrenzi, riconoscere cioè quelle poche notizie che rivelano il segnale di qualche inversione di rilievo.

I rumori prevalenti sono il flusso delle notizie che annunciano la crisi imminente. La tendenza naturale è quella di proiettare il presente nel futuro: è il "bias dell'estrapolazione", si tende a pensare che le notizie e le esperienze più fresche alla memoria continuino nel futuro, è un'insidia cognitiva che guarda al futuro con le lenti del presente, perché "ciò che è accaduto potrà riaccadere".

Eppure, nonostante i rumori che li soverchiano, i segnali non mancano.

Il prezzo del petrolio è sceso, la discussione sul tetto al prezzo del gas lo ha curvato verso i livelli di agosto, negli Stati Uniti si avvertono i primi indizi dell'allentamento delle pressioni sui prezzi e l'ultima rilevazione dei Non-Farm Payrolls va nella medesima direzione.

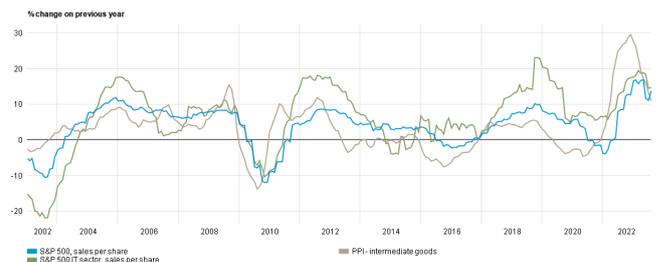
Sotto la cenere del contenimento dei consumi energetici, sacrifici comunque non ancora comparabili con i razionamenti del 1973, arde la brace dei maggiori investimenti in fonti di energia alternativa. Per il sistema delle imprese la crisi energetica significa una ripresa della spesa in conto capitale, nelle reti energetiche e nel sistema di aziende a vario titolo coinvolte in questa catena di valore.

Basterà soffiare sulla cenere, la difficile condizione dell'economia europea è già scontata nei prezzi ed è probabile che alcuni settori continuino a soffrire cali degli utili in conseguenza del caro energia e del rallentamento dell'attività economica. Ma vi sono settori che trarranno vantaggio dai più elevati livelli di spesa in conto capitale per la transizione energetica.

Ci sono cose che sappiamo di non sapere e cose che non sappiamo di non sapere, la frase di Rumsfeld è diventata quasi un cliché ma la direzione dei mercati nel prossimo futuro è imperscrutabile e gli sviluppi delle ultime ore sul fronte ucraino possono a loro volta aprire, o accelerare, esiti diversi e imprevedibili. A Jeremy Grantham che preconizza la fase terminale della super-bolla altri rispondono con le metriche del proseguimento del bull market secolare e nuovi massimi dello S&P 500 entro i prossimi sei mesi.

Pur evitando azzardi previsivi, il nostro convincimento è nell'ipotesi che nel medio termine la crescita torni al passo modesto del pre-pandemia. Nel frattempo, le scelte allocative di breve termine devono fare i conti con il ritiro della liquidità e il rallentamento dell'attività economica.

Difendere il rendimento reale nel breve termine è estremamente difficile: l'oro è imprevedibile e i titoli obbligazionari legati all'inflazione non proteggono perché dopo la fiammata, nel medio tempo scontano il rientro dell'inflazione.



Le azioni difendono il rendimento reale nel medio-lungo termine. Fonte: GAM Investments, Bloomberg, St. Louis Fed

Come ricordato nei mesi precedenti, nel medio lungo termine il rendimento reale è fornito dalle azioni, componente strutturale di qualsiasi portafoglio equilibrato. La preferenza geografica va agli Stati Uniti, i Mercati Emergenti hanno i venti contrari del dollaro forte e del rallentamento dell'economia globale, restano una scelta di medio lungo termine ma anche in questo caso si riconosce qualche segnale, ad esempio la forte crescita economica del Brasile, dove il ciclo di inasprimento monetario è più avanti.

Anche la Cina resta una scelta allocativa di medio periodo ma a breve termine l'economia cinese è frenata dal mercato immobiliare e dalle politiche di tolleranza zero al Covid.

L'allontanamento delle prospettive dell'allentamento della politica monetaria della Fed cambia le scelte tattiche obbligazionarie: i tassi reali sono saliti mentre le prospettive di inflazione a medio lungo rientrate: il Treasury a 2,70% scontava un taglio dei tassi d'interesse da parte della Federal Reserve nel corso del 2023 ma il cambiamento di linguaggio di Powell il 27 agosto ha spostato in avanti le attese di ritracciamento e innescato nuove vendite; il Treasury è tornato nell'intorno di 3,2% con la struttura dei tassi invertita.



La linea bianca indica i tassi nominali, la verde l'inflazione, la rossa i tassi reali.
Fonte: GAM Italia, Bloomberg

Anche se non siamo al picco, e considerando quanto sia improbabile, o difficile, individuare i massimi e i minimi, chi ha tempo e pazienza può cominciare a ricostruire posizioni sui governativi americani a lunga, ragionevolmente più stabili rispetto alla parte corta della curva. Prudenza invece sulle obbligazioni ad alto rendimento: gli High Yield non beneficiano più delle prospettive di cambio della politica della Fed e restano alle prese con tassi più alti (che rendono più oneroso il debito) e con le deboli prospettive dell'attività economica

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.