

L'ESTATE DI SAN MARTINO

Nel calendario agricolo l'Estate di San Martino segnava la fine dell'annata nella campagna, scadevano i contratti di mezzadria, per molte famiglie contadine era il tempo dei traslochi, dei cambiamenti di vita. Non mancano i cambiamenti in questa Estate di San Martino: le temperature miti ricordano l'urgenza della lotta al riscaldamento del pianeta, a Kherson gli ucraini registrano un successo di alto valore militare e politico, le donne in piazza in Iran sono le protagoniste di una stagione forse di svolta. Poi c'è l'inflazione negli Stati Uniti che sembra a sua volta anticipare un cambiamento

“Nei paesi novembre è un bel mese dell'anno: c'è le foglie colore di terra e le nebbie al mattino, poi c'è il sole che rompe le nebbie. Lo dico tra me e respiro l'odore di freddo che ha il sole al mattino”

Sono versi della poesia che anche Cesare Pavese dedicò all'estate di San Martino, quel periodo di relativo tepore che interrompe i primi freddi autunnali. Nei paesi anglosassoni è definita “Indian Summer”, peccato che quest'anno la mitezza delle temperature non interrompa un bel nulla, è solo il sinistro proseguimento di un ottobre anche troppo temperato.

Nella cultura contadina l'11 novembre, dopo la semina, segnava la fine dell'annata agraria e l'inizio della nuova. Scadevano i contratti di affittanza e di mezzadria, per molte famiglie significava traslocare, cambiare casa, zona, vita. Nella tradizione contadina lombarda “fare San Martino” voleva dire prendere e andarsene, il capofamiglia doveva cercare una nuova sistemazione altrove.

Per i contadini i giorni di metà novembre erano giorni di cambiamento ma in questa Estate di San Martino non mancano i cambiamenti anche al di fuori delle consuetudini agricole.

Il primo cambiamento è nelle temperature. Il tepore di queste settimane non interrompe un freddo che non è ancora arrivato, se Martino di Tours incontrasse oggi il mendicante non avrebbe bisogno di dividere con lui il suo mantello. Le temperature sono più alte della media un po' ovunque, il Copernicus Climate Change Service dell'Unione Europea fa sapere che nel continente la temperatura è di quasi due gradi superiore alla media rilevata tra il 1991 e il 2020. L'obiettivo di arrestare il riscaldamento del pianeta a 1,5% rischia fortemente di non essere raggiunto, il #ciaone che L'Alpha e il Beta preconizzava con preoccupazione un anno fa sta diventando una condizione possibile.



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



Vincenzo Campi (1536-1591) “Il San Martino” (1572, Museo Civico Cremona)



Copertina dell'Economist del 5 nov 2022

Agli obiettivi stabiliti nelle Conferenze per il clima e alle dichiarazioni solenni dei leader mondiali fa difetto la sincerità nel voler promuovere e coordinare azioni conseguenti, è probabile che anche la COP 27 in corso in questi giorni finisca con un nuovo fallimento.

Temperature sopra la media significano consumi di energia sotto la media. Il prezzo del gas è diminuito e l'impiego delle riserve è ritardato sulle previsioni di un clima meno freddo rispetto al passato. Le scorte conservate nei siti di stoccaggio sono quasi al massimo un po' ovunque, in Germania al 99%, oltre il 95% in Italia, l'appuntamento con la crisi energetica non è rimosso ma è perlomeno rimandato.

Un altro cambiamento importante in questa Estate di San Martino sono le novità dal fronte ucraino, la liberazione della città di Kherson è un notevole successo militare e politico, le bandiere dell'Ucraina e dell'Europa hanno un alto significato simbolico. Gli abboccamenti tra Stati Uniti e Russia sono sempre meno segreti, un cessate il fuoco non è ancora alle viste ma, pendiamo anche qui la parte piena del bicchiere, vengono scongiurati i rischi dell'escalation.

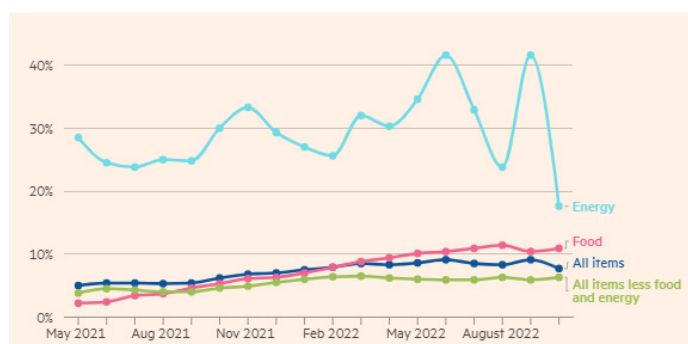


San Martino divide il mantello con il mendicante, particolare della facciata della Cattedrale di San martino a Lucca. Fonte Wikipedia.

In Iran l'Estate di San Martino porta venti di speranza. Le donne in piazza danno coraggio agli uomini e robustezza alle proteste contro un regime gerontocratico che ha perso da tempo il contatto con la realtà. La rivoluzione del 1979 aveva abbattuto un sistema dittatoriale e lo ha sostituito con un regime altrettanto duro e autoritario; le donne iraniane alimentano la speranza che anche in Iran l'affermazione dei diritti individuali e civili prevalgano sull'ipocrisia teocratica.

E poi c'è l'inflazione negli Stati Uniti.

Il 7,7% di ottobre è il quarto calo consecutivo, la rilevazione più bassa degli ultimi dodici mesi, molto al di sotto della rilevazione di settembre e delle previsioni (8,2% e 8% rispettivamente). Si corrobora il convincimento che ci si allontani dal picco di 9,1% toccato in giugno. Anche il dato dell'inflazione core ha sorpreso positivamente, l'aumento dei prezzi, al netto di alimentari ed energia, è aumentato del 6,3% su base annua, sotto le attese di 6,5% e del 6,6% del mese precedente.



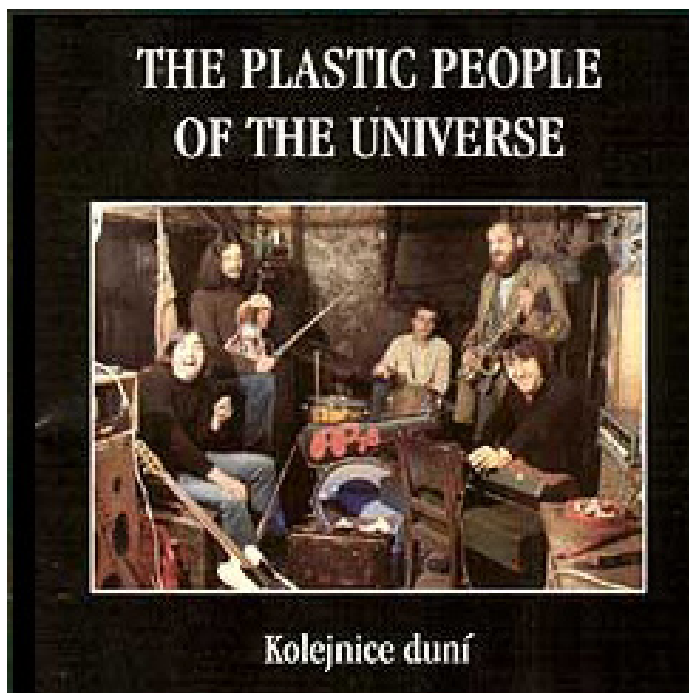
Calano i prezzi dell'energia, rallenta l'inflazione. Fonte Financial Times, US Bureau of Labor Statistics, grafica Sam Learner.

I mercati hanno reagito immediatamente, con l'impazienza di un ragazzino che addenta una rondella Haribo senza srotolarla, l'indice S&P 500 è cresciuto del 5,5%, il Nasdaq Composite ha chiuso a 7,4%, la miglior giornata negli ultimi due anni e mezzo.

Stessa storia nelle obbligazioni, il Treasury a due anni è sceso di 25 punti base a 4,3%, il titolo decennale è sceso di 27 punti base a 3,8%, il calo più netto dal marzo 2020. Ha reagito anche il dollaro, subito dopo la pubblicazione del dato è sceso del 2,3% rispetto al paniere delle sei valute (indice DXY: euro, yen, sterlina, dollaro canadese, corona svedese, franco svizzero).

L'idea che si fa strada è, ovviamente, che il rallentamento dell'inflazione rallenti anche l'azione restrittiva della Federal Reserve. Da oltre il 5%, il tasso obiettivo della Fed scontato dai mercati è tornato a 4,8% atteso nel primo trimestre del 2023.

I mercati sembrano cancellare i rischi dell'inflazione al rialzo ma una rilevazione non basta per annunciare il "liberi tutti". Ci sono buone ragioni per sperare che le donne e degli uomini iraniani conquistino il riconoscimento delle libertà individuali, le dittature scivolano lentamente, poi cadono all'improvviso diceva Hemingway. Il desiderio di cambiamento non è avvertito solo nelle città ma nell'intero paese, è diffuso il malcontento verso un regime che non gode più del favore popolare: sono motivi per sperare che le proteste non finiscano come quelle del 2009 e del 2019 ma non possiamo saperlo.



The Plastic People of the Universe, gruppo rock praghese che tra gli anni Settanta e fine anni Ottanta rappresentò la cultura underground della capitale cecoslovacca. L'anticonformismo e lo spirito ribelle del gruppo ispirarono la Carta 77 e la Rivoluzione di velluto

Parimenti, non possiamo ancora sapere se l'inflazione di ottobre segni l'accelerazione nella discesa e l'inversione da tempo attesa che dia vento nelle vele dei mercati le cui prospettive dipendono fortemente dall'andamento dei tassi di interesse.

È altrettanto vero che nei mercati "cova la voglia di ripartenza", scrivevamo la settimana scorsa, il ritracciamento dell'inflazione è la precondizione per tutto il resto.

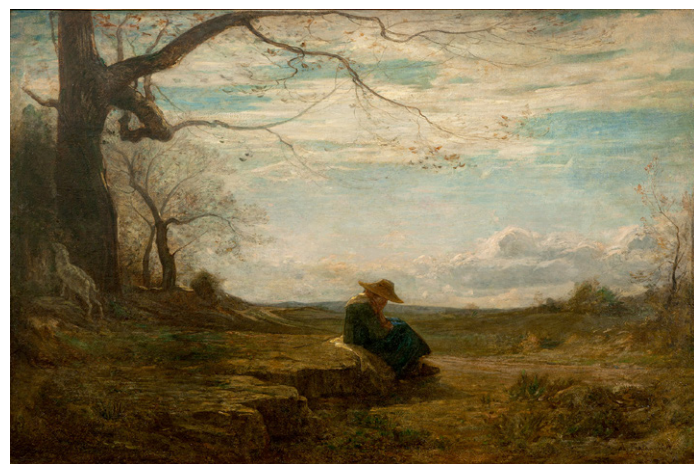
Ancora poche settimane fa il mercato era nel mezzo del "sell-off di tutto", tra marzo e settembre i rendimenti del decennale sono cresciuti del 2,2%, violenta reazione del mercato allo scenario di alti prezzi dell'energia, alta inflazione, tassi in aumento e rallentamento economico.

L'esperienza del crollo e del rapido recupero dei listini nelle drammatiche settimane tra febbraio e marzo 2020 dovrebbe aver insegnato che quando si verificano ampi e bruschi movimenti di mercato in periodi di tempo brevi, qualcosa prima o poi si rompe e il paradigma cambia.

Il rischio maggiore è quello dell'entusiasmo, di scommettere troppo e troppo presto sull'ipotesi della sostenibilità della svolta, l'errore commesso a luglio. Se guardiamo al momentum dell'inflazione piuttosto che al dato anno su anno, come ha invitato a fare lo stesso Powell, smussiamo volatilità e stagionalità: la metrica del momentum mostra che il livello obiettivo del 2% è ancora lontano (e nessuno si sorprende) ma il rallentamento è fuori dubbio.

La decongestione delle catene della fornitura allenta le pressioni sui prezzi, l'Indice Global Supply Chain della Fed di New York sta rientrando dai picchi di metà anno, i rischi non sono finiti (finiranno mai?) ma le rilevazioni vanno nella direzione giusta.

Non sappiamo se la svolta sia davvero dietro l'angolo, sappiamo però che diversificazione e orizzonte temporale hanno sempre premiato la pazienza e che sono gli strumenti più efficaci per scansare il rischio della compiacenza, dell'ottimismo negligente.



Antonio Fontanesi (1818-1882), "Novembre" (1864, Galleria Civica di Arte Moderna e Contemporanea, Torino)

La settimana scorsa Mary C. Daly, presidente della Fed di San Francisco, ha sottolineato che il difficile esercizio del Board della Federal Reserve è quello di individuare il livello dei tassi "sufficientemente restrittivo" per piegare l'inflazione verso l'obiettivo del 2%.

Sull'altro piatto della bilancia, il rischio che l'eccesso di ottimismo induca la banca centrale a procedere con lentezza alimentando le aspettative di inflazione e rendere necessari interventi ancora più restrittivi. La Federal Reserve non smetterà di alzare i tassi ma ai mercati importa soprattutto vederne la fine.

La settimana scorsa ricordavamo l'incertezza come condizione ontologica dei mercati, quando avremo qualche idea più chiara sull'inflazione e sulle dinamiche dei tassi d'interesse, si consoliderà l'attenzione verso gli asset rischiosi e più sensibili ai tassi ma gli investitori devono giocare d'anticipo, i momenti di incertezza sono incubatori del successo finanziario.

L'ulteriore calo a doppia cifra che i titoli della "disruptive growth" hanno avuto in settembre ha impaurito e preoccupato molti investitori, eppure il settore presenta notevoli margini di rialzo e, dice Mark Hawtin di GAM Investments, "da un punto di vista fondamentale, i titoli azionari in cui investiamo nel settore della crescita raramente sono stati più convenienti".

Vale la pena tornare a guardare al reddito fisso nell'ultima parte di un anno che per l'asset class è stato il peggiore degli ultimi decenni. Nei mesi scorsi il massiccio deflusso dei capitali si è orientato verso il rischio azionario e nella liquidità. Le pessime performance delle obbligazioni e la delusione degli investitori sono la parte sgradevole di un anno complesso, ma queste stesse obbligazioni si presentano ora con la promessa dei rendimenti più interessanti degli ultimi anni.

US bonds recovered faster than stocks after the financial crisis

31/12/2006 = 100



Source: Refinitiv

© FT

Dopo la crisi finanziaria le obbligazioni USA hanno recuperato più velocemente delle azioni. Fonte: Financial Times, Refinitiv.

Il dollaro è il canarino nella miniera che segnalerà il ritorno del favore anche al debito emergente. La forza del biglietto verde e l'aumento dei tassi sono stati tra i maggiori ostacoli a una classe di attivo che offre rendimenti reali elevati e valutazioni a buon mercato, un luogo dell'investimento in cui varrà la pena posizionarsi.

"Tra le rossastre nubi,
stormi di uccelli neri,
com'esuli pensieri,
nel vespero migrar"

Negli ultimi versi di una delle poesie più familiari a tutti gli studenti italiani, Carducci paragona i pensieri del cacciatore sull'uscio al volo degli uccelli nel cielo rossastro del crepuscolo, così simili ai nostri pensieri che vagano, indugiano, si allontanano. Buona settimana a tutte e a tutti.

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.