

SE UNA NOTTE D'INVERNO UN VIAGGIATORE

Il romanzo di Italo Calvino è efficace metafora che rappresenta l'attuale condizione dei mercati, nella filigrana dei diversi incipit di storie incompiute si riconosce la stessa incompletezza delle storie che si intersecano nei mercati finanziari.

La storia economica è, in sintesi estrema, un lungo racconto di riscatti.

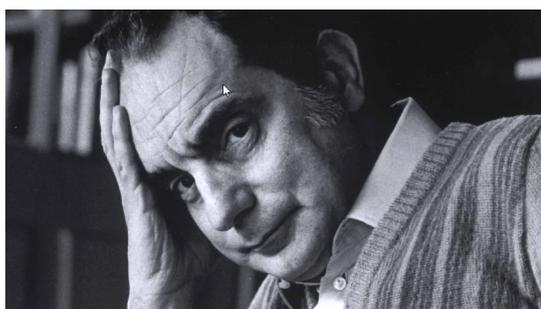
Non ci sono state guerre, crisi o recessioni che non siano state superate dalla ripartenza dell'attività economica, dalla mescolanza di forza di volontà, lavoro, organizzazione, visione dei grandi innovatori e imprenditori.

La storia dei mercati finanziari è lo specchio di quella trama, è il racconto della ininterrotta tensione tra la fiducia nel futuro e la paura di cosa il futuro nasconda.

In questi gironi abbiamo ricordato il centenario della nascita di un grande narratore, un ligure nato a Cuba cento anni fa esatti, il 15 ottobre 1923.

Italo Calvino è stato probabilmente il più grande scrittore italiano del Novecento, certamente il più ardito, e geniale, nella sperimentazione di generi e stili di scrittura.

Oggi L'Alpha e il Beta prende in prestito il suo romanzo sperimentale "Se una notte d'inverno un viaggiatore" per descrivere l'attuale condizione dei mercati, nella filigrana dei dieci diversi incipit di storie destinate a restare incompiute si riconoscono le similitudini con l'incompletezza delle storie che si intersecano nei mercati finanziari.

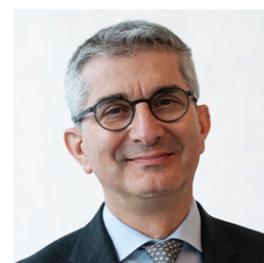


Italo Calvino (1923-1985)

Nella finzione metaletteraria del romanzo, i dieci inizi diversi si differenziano anche nello stile della scrittura, Calvino li attribuisce a dieci diversi autori. "Ho dovuto scrivere l'inizio di dieci romanzi d'autori immaginari, tutti in qualche modo diversi da me e diversi tra loro" commentò lo scrittore.

L'incompletezza delle storie è analoga alla narrazione dei mercati finanziari che sempre si dirama in storie che iniziano, non si sviluppano completamente e lasciano spazio ad altre storie, ad altri inizi.

Il capitolo dell'economia globale del 2023, ad esempio, cominciava con l'attesa della recessione negli Stati Uniti. La contrazione dell'attività economica era attesa come inevitabile conseguenza del ruvido inasprimento delle condizioni monetarie. La storia si articolava nella severità dei rialzi, nel rischio di errori della politica monetaria, nel timore che gli eccessi di reazione avrebbero soffocato la ripresa.

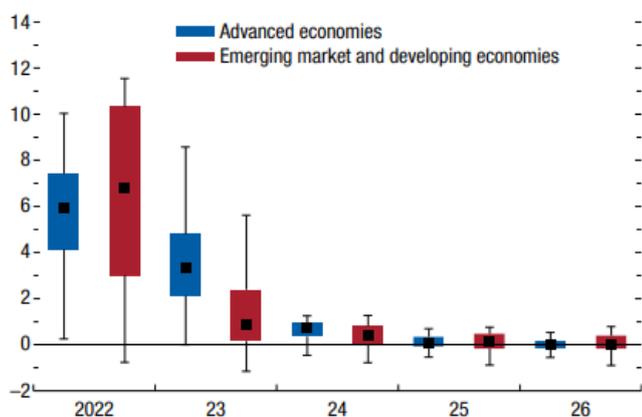


Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Un incipit rimasto privo di conclusione, l'economia americana non dà segni di affaticamento, nel frattempo è cominciata una nuova storia che parla di atterraggio morbido, ipotesi che per il momento resta in piedi nonostante qualche segnale che l'aumento i tassi stia cominciando ad avere effetto.

Non ci sarà un calo sostanziale della crescita finché non caleranno i consumi e, intanto, il consumatore americano è vivo e lotta assieme a noi, in settembre le vendite al dettaglio sono cresciute oltre le aspettative, +0,7% rispetto al mese precedente.

L'economia americana resiste e resiste anche l'inflazione, il suo declino è una tendenza stabile ma la discesa è lenta.



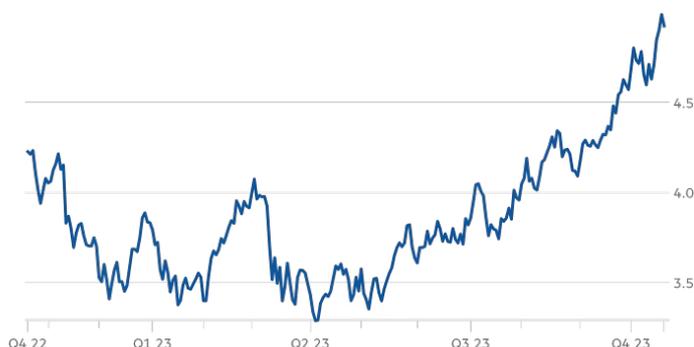
Deviazioni dell'inflazione attesa rispetto agli obiettivi nelle economie avanzate ed emergenti (in punti percentuali). L'inflazione tornerà verso l'obiettivo con molta gradualità nei prossimi due anni. Fonte: IMF World Economic Outlook October 2023.

Anche la storia dei rendimenti obbligazionari ha un incipit incompiuto.

Il 2023 avrebbe dovuto essere "l'anno dell'obbligazionario", la storia dei bond si sviluppava sul ritorno dei rendimenti, i più alti degli ultimi anni, e sull'aspettativa che la Federal Reserve fosse ormai prossima alla fine del ciclo di inasprimento.

Incipit interrotto con dolore, la settimana scorsa il decennale americano si è avvicinato al 5%, livelli non visti dal 2007.

US bond yields surge to 16-year high
10-year Treasury yield

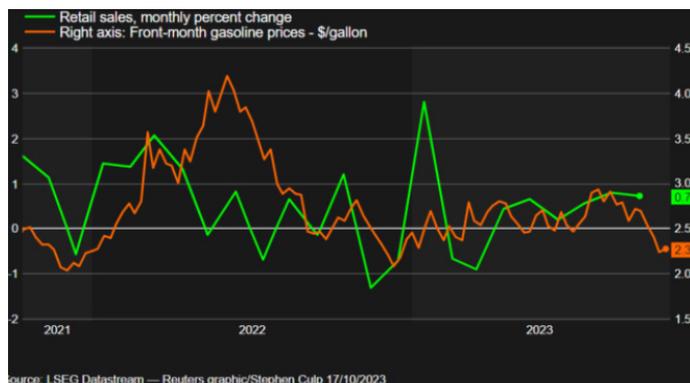


Il rendimento del Treasury decennale ai massimi degli ultimi 16 anni. Fonte: Financial Times, LSEG.

In questi giorni è finita anche la breve pausa nelle vendite dei bond.

Senza gli acquisti innescati dalla "corsa alla qualità", tipica delle fasi di crisi politiche acute e in reazione alla crisi in Medio Oriente, la curva è tornata a irripidirsi come nelle settimane della crisi delle banche regionali nello scorso marzo; pesano le vendite cinesi e l'aspettativa che l'aumento delle emissioni metterà pressione sui prezzi a lungo termine.

Parimenti, anche l'altro tradizionale bene rifugio, l'oro, nei giorni successivi al 7 ottobre ha reagito con un aumento di circa l'8%, ma la corsa si è arrestata, il prezzo è ancora sotto i livelli dello scorso maggio.



Le vendite retail sopra le attese e la forza dell'economia USA sfidano le preoccupazioni per una possibile recessione. Fonte: Reuters, LSEG Datastream.

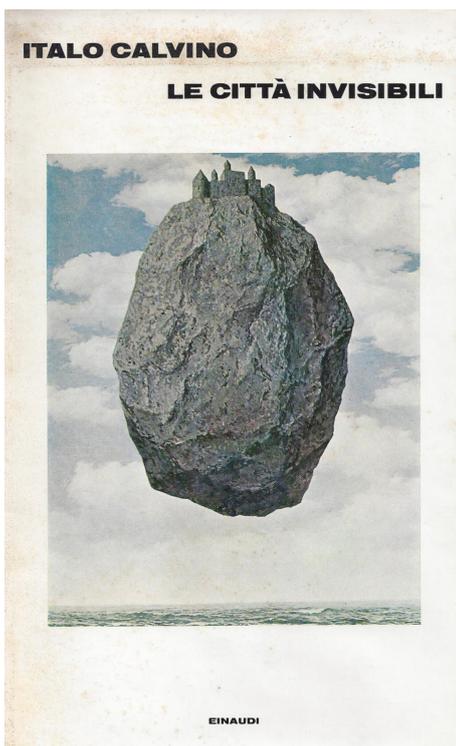
L'incipit della nuova storia è il rischio geopolitico, ne abbiamo parlato nelle scorse settimane (vedi anche L'Alpha e il Beta del 16 ottobre 2023 "Disrupted times"). Le crisi politiche sono però un fattore di disturbo che raramente si trasforma in forza che guida i mercati.

Le condizioni generali dello scenario mostrano il peggioramento dello stato delle obbligazioni: le banche centrali potrebbero essere costrette a tenere alti i tassi di interesse per più tempo e le esigenze dei disavanzi e dei debiti pubblici, su entrambe le sponde dell'Atlantico, non migliorano il quadro complessivo.

In un altro romanzo fantastico, Le città invisibili, Calvino descrive Smeraldina, città acquatica dove "un reticolo di canali e un reticolo di strade si sovrappongono e s'intersecano. Per andare da un posto a un altro hai sempre la scelta tra il percorso terrestre e quello in barca".

Agli abitanti di Smeraldina è risparmiata la monotonia, non sono costretti a ripetere gli itinerari, ogni giorno possono cambiare tragitto scoprendo scorci e nuove prospettive. A Smeraldina "la linea più breve tra due punti non è una retta ma uno zigzag che si ramifica in tortuose varianti, le vie che s'aprono a ogni passante non sono soltanto due ma molte".

Smeraldina è metafora della voglia di sperimentare, i suoi abitanti hanno la possibilità di scelte molteplici tra itinerari diversi.



Italo Calvino, "Le città invisibili" (1972, Einaudi)

Come gli abitanti di Smeraldina, anche l'investitore ha la possibilità di sperimentare, di scegliere strade e soluzioni diverse per proteggere il proprio portafoglio mentre la curva torna a irripidirsi.

Il movimento di "steepening" è dovuto in prevalenza alle vendite concentrate sulla parte lunga delle scadenze, nella grama prospettiva di tassi più alti per più tempo. Ma il denaro più caro peserà su famiglie e imprese che modificheranno le loro scelte di consumo e di investimento. Non sappiamo quanto resteranno alti i tassi, non sappiamo quanto sarà "permanente" l'attuale livello dei rendimenti del decennale, tantomeno sappiamo per quanto tempo il consumatore americano riuscirà a tener testa al denaro più caro. Ha ragione l'Economist, "dedurre il futuro dalla forma della curva dei rendimenti è come leggere le foglie di tè".

Un filotto di incertezze che rende il portafoglio vulnerabile al movimento dei tassi. Ma come a Smeraldina, "nel reticolo di strade e di canali" che si sovrappongono anche nell'offerta di strumenti finanziari, ci sono soluzioni per difendere il portafoglio dal rischio della direzionalità.

Vediamone un paio.

Negli Stati Uniti il mercato più liquido è ovviamente quello dei titoli governativi ma, subito dopo, il secondo mercato più liquido è costituito dalle emissioni garantite da ipoteca.

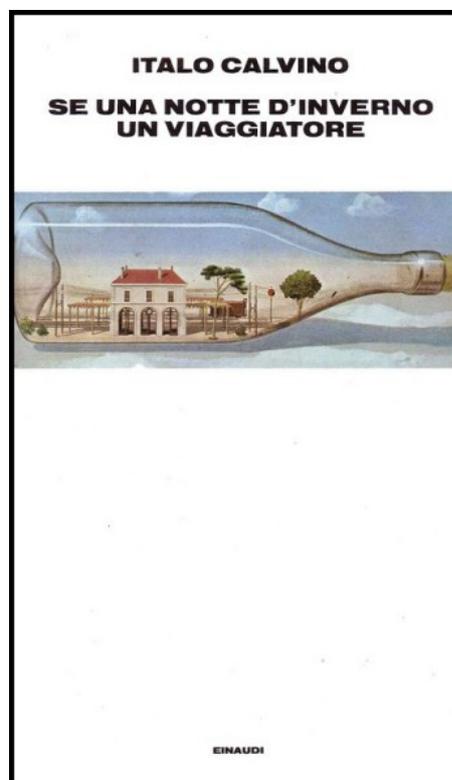
Le Mortgage Backed Securities (MBS) rappresentano circa il 23% del mercato obbligazionario americano, ogni giorno vengono scambiati in media circa 250 miliardi di dollari, la liquidità è fuori discussione.

Nel segmento MBS il rischio tasso è inferiore al rischio di credito. La qualità del credito è mediamente alta: le emissioni Ginnie Mae sono garantite esplicitamente dal governo americano e dal 2008 c'è una garanzia implicita del Tesoro su quelle emesse dalle agenzie Fannie Mae e Freddie Mac.

Abbiamo dunque elevata liquidità, alto reddito da cedola e apprezzabile qualità del credito.

Gli ultimi mesi non sono stati facili per l'asset class, la domanda da parte delle banche è stata limitata, la curva invertita ha favorito i flussi di denaro sulle scadenze brevi e le banche regionali in difficoltà hanno soprattutto venduto.

Venti contrari che si stanno attenuando, il fenomeno delle vendite da parte delle banche locali è terminato, la Fed è arrivata al picco dei tassi ed è tornata la domanda del mercato.



Italo Calvino, "Se una notte d'inverno un viaggiatore" (1979, Einaudi)

Un'altra possibile soluzione per diversificare il rischio tassi è fornita dalle obbligazioni emesse dalle compagnie di assicurazione o re-assicurazione.

Definite obbligazioni "catastrofe", o "cat bond", sono state pensate negli anni Novanta per ridurre il peso dell'esposizione a catastrofi naturali trasferendo ad altri operatori parte del rischio.

I sottoscrittori vengono remunerati con i premi assicurativi e, nel caso si verifichi l'evento catastrofe, il sottoscrittore dell'obbligazione perde una parte o la totalità degli interessi o del capitale.

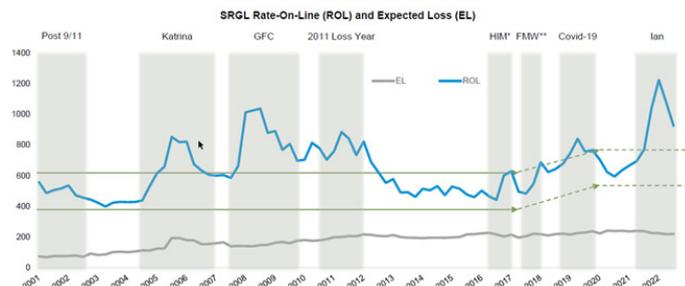
Non sono prive di rischio (neppure qui esistono pasti gratis), ma la fonte di rischio è diversa, il movimento dei prezzi di questa classe d'attivo non dipende dalle decisioni delle banche centrali o dall'inflazione. Nei report periodici dei gestori di questi strumenti di investimento si leggono commenti sulle condizioni atmosferiche o sulle conseguenze di eventi catastrofici, non sull'economia o sui tassi.

Nelle ultime settimane, ad esempio, gli operatori del segmento hanno seguito con attenzione l'uragano Lee, che si è formato a inizio settembre nell'Atlantico all'altezza di Capo Verde, ha acquistato intensità per poi finire attorno alla metà di settembre sulle coste della Nuova Scozia, ridotto a ciclone post-tropicale. Le conseguenze sono state forti piogge localizzate, venti da tempesta tropicale e qualche danno minore assicurato.

Oppure l'uragano Idalia, nell'Atlantico settentrionale, arrivato negli Stati Uniti ad agosto. Informazioni di dettaglio che sono contenute nei report dei gestori, poco interessati alle dichiarazioni di Powell e più coinvolti dalle potenzialità negative degli uragani e dagli eventuali danni che procurano a beni assicurati.

Le obbligazioni catastrofali offrono bassa esposizione al rischio tassi e al rischio credito, hanno dalla loro rendimenti positivi nel lungo termine in assenza di catastrofe grave, hanno solido potenziale di crescita.

Le obbligazioni MBS e i "Cat Bond" sono dunque due dei possibili itinerari per proteggere il portafoglio dal rischio della direzionalità.



A livelli storicamente elevati lo spread tra ROL e perdite attese. Il ROL è la quantità di denaro che la società di assicurazione deve impegnare per ottenere la copertura riassicurativa. Dopo il picco dell'uragano Ian nel 2022 il ROL sta scendendo. Fonte: GAM Investments, Fermat, Swiss Re.

Qualcuno ha scritto che avere fiducia nella capacità degli uomini a superare con successo le difficoltà e le crisi significa avere fiducia anche nei mercati finanziari. Come gli uomini, tutti i piani finanziari sono creati uguali, ancorati agli obiettivi di lungo termine dei risparmiatori. E, come gli uomini, ogni piano finanziario è diverso e unico. Il movimento erratico dei tassi sta facendo soffrire i detentori di obbligazioni, la diversificazione delle fonti di rischio è una possibilità e, come sempre, ricordiamo che il tempo è prezioso alleato dell'investitore, il grande guaritore che lenisce le ferite delle discese dei prezzi.

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.