

DELTA FORCE

Le condizioni del mercato cambiano rapidamente come in un romanzo di Italo Calvino: la variante Delta ha dato un duro colpo al Reflation Trade che però è vivo e lotta insieme a noi. Le vaccinazioni resteranno un fattore dirimente la sostenibilità della ripresa

“Stai per cominciare a leggere il nuovo romanzo ‘Se una notte d’inverno un viaggiatore’ di Italo Calvino. Rilassati. Raccogliti. Allontana da te ogni altro pensiero. Lascia che il mondo che ti circonda sfumi nell’indistinto”.

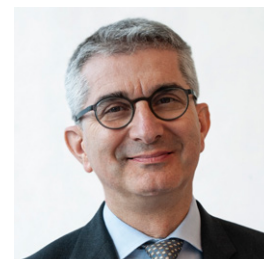
E’ l’inconfondibile inizio di uno dei romanzi più originali di Italo Calvino, lo scrittore si rivolge direttamente al lettore che ha appena acquistato la copia fresca di stampa del nuovo libro e si appresta alla lettura cercando una posizione comoda, “con i piedi allungati su un cuscino, su due cuscini, sui braccioli del divano, sugli orecchioni della poltrona”.

La lettura si rivela, da subito, sorprendente oltre ogni aspettativa perché la storia inizia ma non finisce, lascia le pagine a un’altra storia che, ugualmente, non finisce e ne comincia una terza, poi una quarta e così via in un susseguirsi di inizi che danno forma a un labirinto, a un gioco di specchi in cui dieci diverse storie iniziano senza mai compiersi e si intrecciano con le storie di un Lettore e di una Lettrice. ‘Se una notte d’inverno un viaggiatore’ è un romanzo che racconta il raccontare, “libro potenziale e opera chiusa” scrive il critico Marco Belpoliti “contiene ciò che Calvino avrebbe potuto scrivere e ciò che ha effettivamente scritto”.



Il libro di Italo Calvino nell'edizione Mondadori del 2016

La discontinuità del racconto, l’eterogeneità degli stili in cui si ramificano gli inizi delle storie, l’assenza di regolarità ma, anzi, la continua sorpresa dell’improvviso cambio della narrazione, assomigliano molto alle cangianti condizioni del mercato. Il lettore di Calvino e l’investitore sono alle prese con le medesime sorprese, con la stessa imprevedibilità.



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

L'annuncio della disponibilità dei vaccini nel novembre 2020 è stato l'inizio del libro atteso da molti mesi. La prospettiva del ritorno in sicurezza alle attività economiche era l'inizio del capitolo della rotazione settoriale e del cosiddetto Reflation Trade, la robusta ripartenza dell'economia sostenuta dai generosi aiuti fiscali e monetari. Una idea corroborata da un altro fattore decisivo, il successo di Joe Biden nella corsa alla presidenza.

Il 20 gennaio 2021 i versi della giovane poetessa Amanda Gorman celebravano il suo insediamento e l'avvio di un impegno economico dalle dimensioni mai viste in precedenza per sostenere lo small business e le famiglie, i più sfiancati dalle chiusure forzate.

La storia si sviluppava senza sorprese con l'avvio delle vaccinazioni di massa, le borse conservavano la loro forza e, parimenti, aumentavano i rendimenti delle scadenze lunghe della curva americana.

A metà giugno la storia prende una direzione diversa. Il cambio di linguaggio della Fed nei confronti dell'inflazione interrompe la narrativa del Reflation Trade, comincia bruscamente un capitolo nuovo, quello dell'anticipo del tapering, per l'inflazione portata dall'eccesso di reazione della ripresa economica. L'ottimismo si incrina, il linguaggio più deciso della Fed dà forza al dollaro, indebolisce specularmente le valute e i rendimenti delle economie emergenti, rimescola le carte delle preferenze settoriali.

Le parole di Mary Daly, membro con diritto di voto nel Comitato della Fed che governa i tassi, hanno contribuito pochi giorni fa a spingere il rendimento del decennale americano sotto 1,30%: "uno dei maggiori rischi alla crescita globale è dichiarare troppo presto vittoria sul Covid 19, non abbiamo superato la pandemia, stiamo superando la pandemia".

10-year US Treasury yield slides to lowest level since February



Source: Bloomberg

© FT

Il rendimento del Treasury decennale ai minimi di quattro mesi. Fonte: FT, Refinitiv.

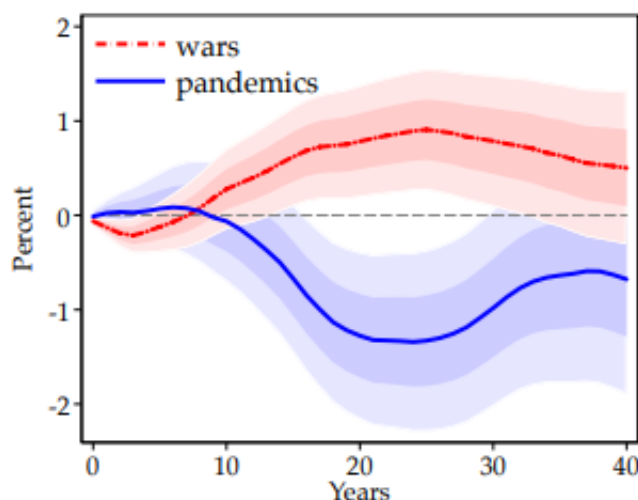
La presidente della Federal Reserve di San Francisco si dichiara preoccupata per le possibili conseguenze della variante Delta, i rischi posti all'attività economica da campagne vaccinali incomplete. In effetti negli Stati Uniti la curva delle vaccinazioni tende ad appiattirsi: in molti Stati del nord le percentuali dei vaccinati sono oltre il 50% e sono superiori al 60% negli Stati del New England. La situazione è opposta negli Stati del sud, in Alabama e Mississippi la percentuale è di poco sopra il 33% (lasciamo ai politologi e ai sociologi tracciare altre facili inferenze).

Per il prossimo futuro le vaccinazioni resteranno un fattore dirimente della sostenibilità economica, nei paesi e regioni con più elevati tassi di copertura vaccinale sarà più facile aprire gli esercizi commerciali in sicurezza e tornare con fiducia nei luoghi di lavoro. La copertura vaccinale è una "linea di faglia", scrive l'Economist, che dividerà le performance economiche dei "jabs" e dei "jab-nots".

Naturalmente non sono state solo le parole della Daly sulla variante Delta a spingere al ribasso il rendimento del Treasury. Le ragioni, come spesso accade, sono molteplici: ci sono gli operatori che scommettono sull'inflazione temporanea e ritengono che il picco dei rendimenti sia alle spalle, c'è il minor fabbisogno del Tesoro americano e, a fronte della minore offerta, c'è il proseguimento degli acquisti della Fed, invariati.

In analogia con il Treasury hanno ritracciato le curve europea e inglese, i future sui bond cinesi hanno messo a segno la miglior performance da inizio anno con la Banca Popolare cinese che riduce i limiti di riserva obbligatoria delle banche per sostenere la ripresa.

Su queste colonne ricordavamo pochi mesi fa lo studio di tre economisti americani sugli effetti delle pandemie sui tassi di interesse nel lungo termine. Le pandemie hanno effetti molto diversi dalle guerre, scriveva L'Alpha e il Beta il 26 aprile scorso, non distruggono il capitale ma rendono scarsa l'offerta di lavoro e incrementano la propensione al risparmio. Macro-condizioni che sono coerenti con il modello neo-classico della crescita: "in equilibrio ciò significa un minor rendimento del capitale", scrivono i tre economisti nelle loro conclusioni.



Evoluzione del tasso naturale di interesse in Europa. Fonte: Òscar Jordà, Sanjay R. Singh, Alan M. Taylor "Longer-run Economic Consequences of Pandemics", WP 26934 April 2020.

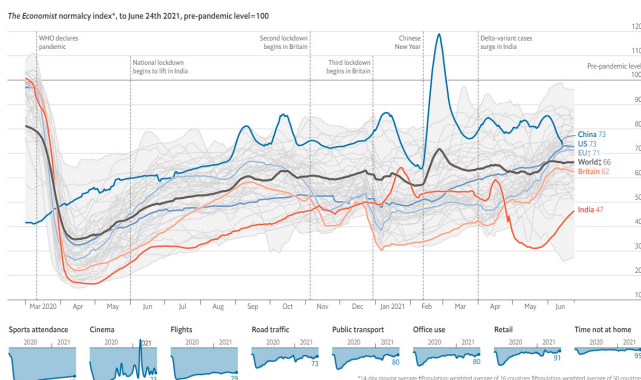
In queste condizioni, l'investitore deve trovare la via di uscita dallo stesso labirinto dell'incompletezza che imprigiona il lettore di Calvino.

La questione centrale è quale sarà la direzione dei tassi reali nel mondo post-Covid 19, cruciale per le politiche monetarie e, a cascata, per i prezzi degli asset. Nel marzo scorso Paul Krugman si dichiarava "molto ottimista sulle prospettive economiche per i prossimi due anni" ma metteva in guardia sulla temporaneità della gran parte delle misure dispiagate, i loro effetti destinati ad esaurirsi nel giro di mesi. Per evitare di ricadere nelle condizioni di "stagnazione secolare" e conservare il buon passo della ripresa, il premio Nobel e opinionista del New York Times ritiene che sarà necessaria un'ulteriore "grande iniziativa politica".

Può essere utile segmentare il prossimo futuro in due orizzonti temporali: i prossimi mesi saranno ancora sotto il segno della cautela, si presterà attenzione alla diffusione delle varianti, all'efficacia delle campagne vaccinali, alla ripresa della mobilità che favorisce il turismo e le attività della ristorazione, voci rilevanti nel settore dei servizi.

In un orizzonte temporale più spostato in avanti, oltre l'emergenza sanitaria, saranno ancora protagoniste le banche centrali perché i sussidi governativi saranno probabilmente esauriti o in esaurimento, come scrive Krugman, e la crescita economica avrà ancora bisogno di sostegno. Le maggiori banche centrali hanno speso fino ad oggi qualcosa come dieci trilioni di dollari, sarà molto difficile ritirare stimoli così imponenti senza provocare scossoni e, quindi, i movimenti saranno estremamente gradualisti.

A nostro giudizio è presto per dire "good bye" al Reflation Trade, semmai è più ragionevole parlare di "long goodbye" al Covid-19 come fa l'Economist, l'ultima fase della pandemia sarà lunga e dolorosa, scrive il settimanale, ma è improbabile che le lancette dell'economia tornino al 2020.



"L'Indice della Normalità" dell'Economist indica il grado di recupero delle diverse economie rispetto ai livelli pre-pandemia, indicati con il valore 100: China e USA sono a 73, l'Europa a 71, la media mondiale 66. Fonte: The Economist.

Per dirla con Mark Twain, la notizia della morte del Reflation Trade è fortemente esagerata e non sarà la variante Delta a mettere fine alla sua narrazione. L'indice PMI americano di giugno è stato deludente, 60,6, -0,6 rispetto al valore di 61,2 del mese precedente, ma resta ampiamente nell'area che, sopra 50, segnala forte espansione. La domanda dei consumatori è robusta e costituisce indubbio fattore di crescita, il "market-size effect" è ampiamente studiato in letteratura, due giovani economisti scrivono in un recente articolo che "comprendere i driver della crescita significa prestare attenzione non solo alle dinamiche della produttività e della R&D a livello di impresa, ma anche alle trasformazioni nella domanda" da parte dei consumatori. Se è vero che la pandemia costituisce uno iato tra un "prima" e un "dopo", e noi ne siamo convinti, i fenomeni che si stanno verificando non porteranno a un ripristino della normalità pre-Covid 19 ma, semmai a una "nuova normalità" tutta da definire.

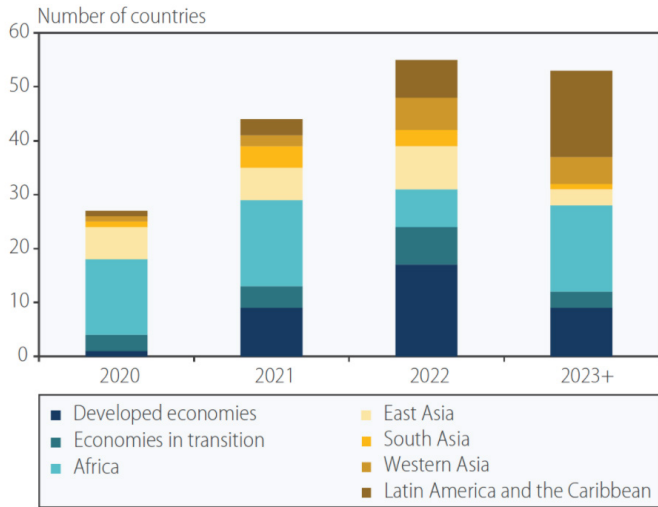
Il 2021 ha tutte le caratteristiche dell'anno di transizione: nel 2020 il crollo "forzoso" del PIL a livelli bellici è stato eccezionale e altrettanto eccezionale è "l'effetto molla" con cui le economie hanno reagito alla lunga compressione della domanda nel primo semestre di quest'anno. I colli di bottiglia nelle catene di fornitura o la fretta con cui si desidera uscire dall'emergenza sono effetti collaterali e fisiologici di questa eccezionalità. Presteremo attenzione ai dati macroeconomici delle prossime settimane e, a fine agosto, a cosa diranno i banchieri centrali nell'annuale simposio a Jackson Hole.

Il mercato non sembra ansioso di liquidare le prospettive della ripresa, i titoli della tecnologia hanno tenuto e le giornate di venerdì e di inizio lunedì mattina, quando queste note vengono redatte, sembrano riportare le cose in prospettiva: se la Fed dovesse agire prima del previsto, lo farebbe dopotutto per una buona causa, contrastare con tempestività l'inflazione significa evitare azioni tardive e necessariamente più dolorose (questa sì che sarebbe una sgradevole analogia con gli anni Settanta).

Si dovrà fare l'abitudine ai movimenti bruschi dei mercati e alle loro reazioni eccessive. La fauna degli operatori si è moltiplicata e le specie sono cresciute, le reazioni non sempre sono razionali ma sono sempre violente. Noi restiamo dell'opinione che, per le condizioni strutturali di lungo termine e per la morsa che stringe la Federal Reserve con valutazioni da una parte e debito e deficit dall'altra, i tassi non abbiano molto spazio per salire, in ogni caso velocità e repentinità stanno diventando caratteristiche ricorrenti che possono essere contrastate, L'Alpha e il Beta non smetterà di ripeterlo, con la fedeltà al metodo.

Nel libro di Calvino che abbiamo preso come contrappunto al nostro ragionamento, i continui cambi di direzione che spiazzano e disorientano il lettore altro non sono che la rappresentazione letteraria dell'indeterminatezza che accompagna la condizione umana ma anche dell'incertezza radicale dei mercati.

Year in which countries are projected to return to 2019 (pre-crisis) GDP level



Source: UN DESA, WESP as of mid-2021.

Gli anni necessari per il ritorno delle economie ai livelli pre-pandemia secondo il Dipartimento di Analisi Economica dell'ONU. Fonte: UN Department of Economic and Social Affairs, July 2021.

Il racconto dei mercati è ininterrotto e sempre cangiante, ambiente fantastico e sospeso che piacerebbe molto a Calvino: ci sono valutazioni azionarie elevate, ma smettono di essere tali appena vengono confrontate con tassi di interesse bassi come mai visto prima; le aspettative di crescita e di utili societari sono positive, ma l'inflazione non è temuta perché siamo dentro un ciclo pluridecennale di tassi di interesse (e di crescita), al ribasso. Il mondo cambia rapidamente, le vecchie regole funzionano sempre meno, guardare al passato per avere indicazioni sul futuro non serve.



La crescita implicita di lungo termine resta modesta. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

“Lei crede che ogni storia debba avere un principio e una fine?” leggiamo in una delle ultime pagine del libro, “anticamente un racconto aveva solo due modi per finire: passate tutte le prove, l'eroe e l'eroina si sposavano oppure morivano. Il senso ultimo a cui rimandano tutti i racconti ha due facce”.

Anche il racconto dei mercati finanziari non ha un principio e una fine ma una continuità nel cambiamento nella quale le uniche certezze sono gli errori degli investitori che, prigionieri delle loro emozioni, contribuiscono ad amplificare le reazioni dei mercati.

Come quella degli ultimi giorni: il crollo del Treasury ha poco a che fare con la variante Delta e molto con le aspettative di inflazione. Il tasso swap sull'inflazione a cinque anni per i successivi cinque (5yr/5yr forward) è diminuito e i mercati ritengono che la Fed possa sbagliare nell'anticipare cambi alla politica monetaria. Sono i primi segnali del “tiro alla fune” tra mercati e Fed di cui abbiamo parlato nelle scorse settimane, l'uscita dal 2021, anno di transizione, sarà un “long goodbye”, torneremo a parlarne.

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.