

LEODEGARIO DI AUTUN

Il malessere dei bond comprometterà il rialzo azionario?



Leodegario

Età merovingia. Vescovo amato di Autun, uomo colto e pio, Leodegario cade vittima dello scontro tra la nobiltà borgognona di Neustria e la corte franca di Austrasia. Viene martirizzato nella foresta di Sarcing il 2 ottobre 678. Fatto santo, viene inserito nel Martirologio romano e ricordato ogni anno il 2 ottobre.

Mille anni più tardi, si diffonde tra i ricchi mercanti di Londra, ancora più potenti dopo la Gloriosa rivoluzione del 1688, l'uso di abbandonare Londra alla fine di maggio, passare l'estate in campagna e rientrare in città il giorno di San Leodegario (francesizzato in Léger e adottato in inglese come St Leger). Secondo un'altra versione, prima di riprendere le attività i mercanti si ritrovano alla fine di settembre al grande concorso ippico di St Leger, ideato da un ufficiale dell'esercito che, combinazione vuole, si chiama Anthony St Leger.

Che sia il vescovo o che sia l'ufficiale, il concetto è lo stesso. Tra i mercanti, già nel Settecento, si diffonde il detto *Sell in May and go away / Come back on St Leger's Day*. Si chiudono le posizioni in maggio, si riaprono in settembre-ottobre. Un secolo dopo il concetto viene inculturato in America. *Come back on Labor Day* diventa la nuova versione e il rialzo di fine anno viene anticipato alla festa che, quest'anno, verrà celebrata il 7 settembre.

Superstizioni, si potrebbe pensare. In realtà, come tante altre cose, i mercati hanno una loro stagionalità. Si inizia l'anno con i libri dei trader scarichi e si compra. Il mercato sale per un paio di trimestri, a meno che non sia in corso una recessione, fino a che i libri dei trader si sono riempiti. Posizioni cariche e prezzi elevati rendono il mercato vulnerabile e particolarmente sensibile a eventi o narrazioni negative. L'estate, dal canto suo, assottiglia il mercato. La mancanza di liquidità accelera le correzioni. Ripulito il mercato dagli eccessi, se la narrazione rialzista continua a essere supportata dai dati si riprende a comprare fino a dicembre, quando i libri dei trader vengono chiusi in attesa che il ciclo ricominci.

Anche quest'anno la stagionalità produce i suoi effetti. Il posizionamento aggressivamente rialzista e le borse sui massimi storici rendono il mercato vulnerabile alle narrazioni negative. Quanto sono fondate queste narrazioni?

C'è spazio anche questa volta per rispettare la tradizione e prepararsi a una ripresa negli ultimi mesi dell'anno?

La risposta breve è che sì, c'è ancora spazio, ma non per rialzi esplosivi e, soprattutto, non necessariamente sui soliti temi.

A moderare l'entusiasmo c'è, prima di tutto, il quadro geopolitico. Il conflitto nel Golfo si è temporaneamente stabilizzato, ma cresce gradualmente l'intensità di quello in Ucraina. Il risultato è che il flusso di petrolio, per quanto migliorato, non è ancora tornato alla normalità, mentre si fa più preoccupante la strozzatura della raffinazione. I danni agli impianti del Golfo e, ancora di più, alle raffinerie russe producono una rarefazione di derivati e un aumento del loro prezzo. Lo stesso effetto si produce sul prezzo del grano, spinto verso l'alto dalla riduzione delle esportazioni dal Mar Nero.

Sempre in ambito politico, le elezioni di novembre e il rischio concreto che Trump possa perdere il sostegno del Congresso possono portare a un inasprimento delle tensioni e, l'anno prossimo, a un bilancio con più tasse e più spese.

Se sul quadro geopolitico i mercati sono probabilmente un po' troppo tranquilli, su alcuni temi economici sono troppo preoccupati. Ci riferiamo in primo luogo al malessere sui bond, dovuto ai timori sull'inflazione, sulla volontà di debaseamento, sul disavanzo pubblico crescente, sul crowding out provocato dalle crescenti emissioni per l'AI e sulla presunta voglia di repressione finanziaria attribuita a Bessent e ai suoi arbitraggi di curva.

Proviamo a guardare uno per uno questi timori. L'inflazione è certamente spinta verso l'alto dalle materie prime, ma è tenuta ferma dalla calma assoluta del costo del lavoro, confermata anche dai dati americani odierni. Il mercato del lavoro appare in equilibrio, ma il comportamento del lavoro dipendente, così tranquillo, fa piuttosto pensare a una sua debolezza strutturale, tanto più notevole in quanto coincide con una fase di forte crescita dell'economia.

Quanto ai timori riemersi di recente sul disavanzo pubblico, è assolutamente vero che i governi non mostrano nessuna intenzione di approfittare della crescita economica per ridurlo, ma è anche vero che gli scostamenti rispetto all'anno scorso sono modesti. Se guardiamo il bilancio americano e consideriamo l'anno fiscale che inizia in ottobre, vediamo che alla fine di agosto del 2024 il disavanzo cumulativo era di 1690 miliardi, a fine agosto 2025 di 1775 e a fine agosto 2026 di 1833. Sono calcoli del Bipartisan Policy Center, think tank fondato nel 2007 da un gruppo di congressisti democratici e repubblicani. Si noti che sono cifre nominali. Il 3.27 per cento di crescita del 2026 rispetto al 2025 va quindi messo in relazione con una crescita del Pil nominale che è stata nel frattempo



Martirio di Leodegario.
1616

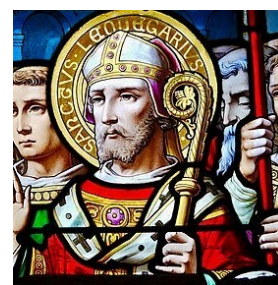


Il martirio di Leodegario

vicina al 6 per cento. Da ottobre a oggi il rapporto tra disavanzo e Pil è dunque sceso, non salito, e questo nonostante le maggiori spese per gli interessi sul debito e nonostante i proventi dai dazi dell'anno scorso siano in via di restituzione dopo la sentenza della Corte Suprema.

Venendo adesso alle decisioni di Bessent che nei giorni scorsi hanno fatto gridare al panico e al debasement, notiamo che, per quanto esteticamente sgradevoli, il loro impatto è quasi irrilevante. Finanziare il riacquisto di governativi lunghi emettendo più debito a breve, non ha nessuna conseguenza sulla base monetaria e si limita ad abbassare leggermente il costo del debito al prezzo di una sua maggiore instabilità. Ricordiamo infine che la manovra di Bessent è più che compensata dalla Fed, che sta continuando a vendere titoli lunghi.

Passando al crowding out, Goldman Sachs calcola in 400-500 miliardi il ritmo annualizzato delle emissioni dedicate al finanziamento dell'AI. Non è certo poco, tenendo anche conto del fatto che nei prossimi due anni ci sarà una crescita ulteriore. Si tratta più o meno del 6 per cento dei più di 7 trilioni di emissioni corporate previste a livello globale per quest'anno. Il dato va poi confrontato con le emissioni governative globali, che, secondo l'Oecd Global Debt Report, saranno quest'anno di 30 trilioni. Al margine, dunque, non c'è dubbio che il sopraggiungere dell'AI, a parità di altre condizioni, non può che spingere i tassi al rialzo.



Leodegario. Chiesa di St-Léger d'Orvault

In sintesi, di tutti i timori recenti che rendono nervoso l'obbligazionario, l'unico davvero fondato è il crowding out. È il tributo, assolutamente fisiologico, che i tassi pagano alla crescita vivace di questa fase.

Le borse, finora, hanno reagito poco al rialzo dei rendimenti obbligazionari. Un'azione di freno al consueto rialzo azionario di fine anno ci sarà, ma meno forte di quanto si potrebbe pensare. Ricordiamo poi, per i prossimi mesi, il tema delle materie prime, sul quale torneremo presto.

Alessandro Fugnoli
Strategist

Kairos Partners SGR SpA
Via San Prospero, 2
20121 Milano - Italia
T +39 02 77718.1
www.kairospartners.com



Disclaimer

Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.

Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.