

# QUESTA VOLTA È DIVERSO

Le parole di Powell del 30 novembre 2022 sembrano chiudere la fase di inasprimento avviata dallo stesso Powell il 30 novembre 2021; nel suo ultimo intervento il capo della Fed non ha nascosto i rischi recessivi, i mercati sono inclini alla semplificazione narrativa ma è ancora il tempo della cautela e del pragmatismo

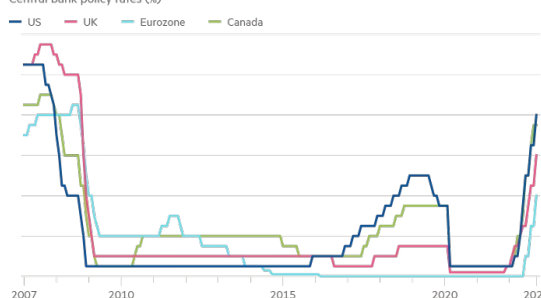
C'è una sorta di cabalistica simmetria tra quanto ha detto Powell lo scorso 30 novembre scorso e quello che disse il 30 novembre di un anno fa.

Le parole che il presidente della Federal Reserve pronunciò il 30 novembre 2021 costituirono un punto di flesso, determinarono un significativo cambiamento nella politica monetaria e nella percezione dei mercati. Nell'audizione davanti a una Commissione del Senato Powell ammise che l'inflazione potesse essere un po' meno transitoria di quanto ipotizzato, che la conclusione del "tapering", ovvero il riavvolgimento del nastro delle politiche espansive, dovesse essere anticipata di qualche mese.

Il 30 novembre 2021 arrivò al capolinea il lungo periodo di denaro quasi gratis iniziato con la Grande Crisi Finanziaria del 2008, cominciava il ciclo restrittivo della politica monetaria. Il cambio di paradigma fu compiutamente percepito nei mesi successivi, il brusco rialzo dei tassi e la discesa sincrona di obbligazioni e azioni hanno segnato l'intero 2022. La guerra e la crisi del gas hanno esacerbato le tensioni sui prezzi ma la svolta era avvenuta il 30 novembre dell'anno prima.

Esattamente dodici mesi dopo, mentre "gli investitori stanno ancora imparando a convivere con la realtà di tassi d'interesse più alti e rendimenti bassi nel lungo termine", come scrivono Katie Martin e Harriet Agnew sul FT, Jerome Powell annuncia un nuovo cambio di passo.

Monetary policy abruptly tightened this year  
Central bank policy rates (%)



Source: Refinitiv  
© FT

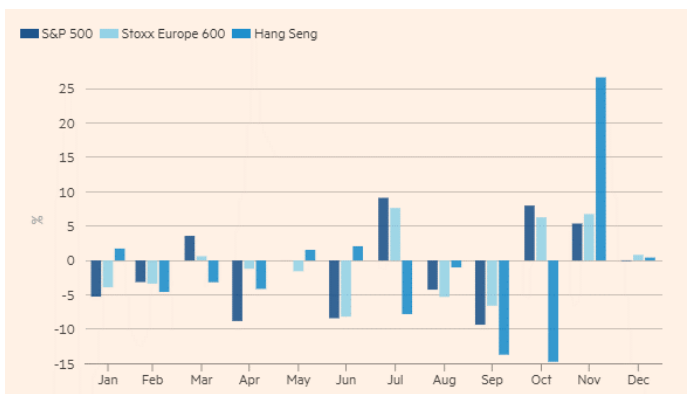
Nel 2022 il cambiamento della politica monetaria è stato violento.  
Fonte Financial Times, Refinitiv.

Il discorso pronunciato al Brookings Institute mercoledì 30 novembre sembra mettere la parola fine a questi dodici mesi di politica monetaria dura, "il taglio dei tassi è qualcosa che non vogliamo fare troppo presto, è questo il motivo per cui stiamo rallentando". Parole di meridiana chiarezza, "il momento per moderare il passo degli incrementi nei tassi potrebbe arrivare già al meeting di dicembre", dunque il prossimo intervento sui tassi dovrebbe interrompere la successione di rialzi di tre quarti di punto avviata a giugno. Un'apertura al rallentamento che prelude una fase di pausa nei primi mesi del nuovo anno, questa è la nuova narrazione alla quale sembrano credere i mercati che hanno salutato con rialzi il nuovo corso della Fed.



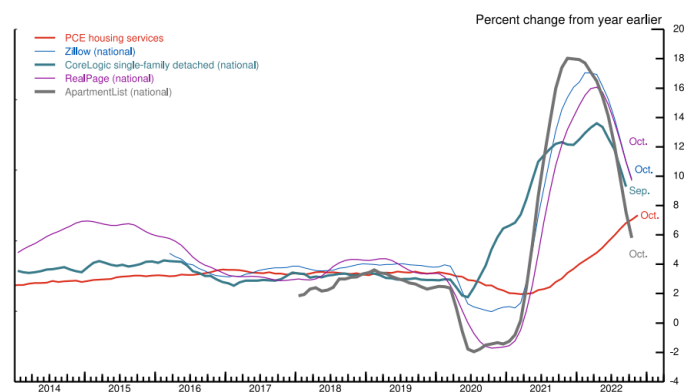
**Carlo Benetti**  
Market Specialist  
di GAM (Italia) SGR  
S.p.A.

Dal 2009 la lunga fase di crescita ha favorito gli asset rischiosi, tutte le strategie hanno cercato di estrarre quanta più performance possibile tenendo conto dei vincoli posti dai regolamenti o dagli investitori. Con il punto di flesso segnato da Powell a fine 2021, le strategie di investimento sono gradualmente passate dall'attacco alla difesa, dalla caccia al rendimento al "primo non prenderle". In un contesto inflazionistico la ricerca della performance cede il passo alla difesa del rendimento reale ma le parole di Powell, che pure ha ricordato i rischi recessivi ancora incombenti, inducono alcuni strategisti a ritenere che i tassi potrebbero tornare a scendere entro la fine del prossimo anno.



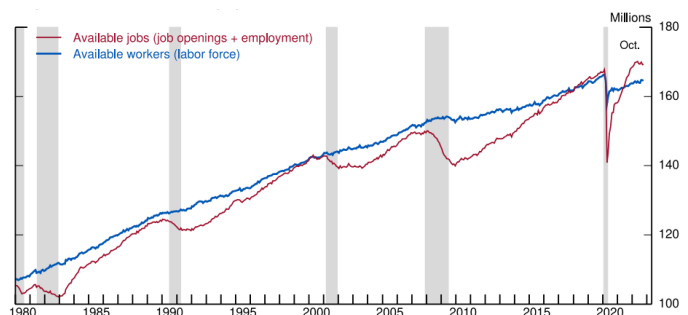
Il "rally di Natale" si è già verificato in buona parte in novembre. Fonte: Financial Time Refinitiv.

Uno degli indicatori da tenere d'occhio per far presagire l'interruzione della politica restrittiva è l'andamento dell'inflazione abitativa, ha detto Powell, in modo particolare gli affitti. In effetti l'aumento dei tassi ipotecari e l'offerta di nuove case hanno messo pressione al settore immobiliare e un po' ovunque negli Stati Uniti i prezzi degli immobili hanno cominciato a scendere. Fatte salve le differenze tra le città, come accade ovunque (Manhattan non è Seattle), i prezzi stanno scendendo a una velocità che non è più stata osservata da qualche decennio (con l'eccezione della crisi acuta del 2008).



Inflazione affitti di mercato e servizi abitativi. Fonte Federal Reserve.

L'altra condizione posta da Powell è l'andamento del mercato del lavoro che "deve dare segni di indebolimento" e, ha aggiunto, "abbiamo ancora molta strada da fare per ripristinare la stabilità dei prezzi", non sono esattamente le parole che ci si aspetta da una "colomba" o da una persona intimorita dalla prospettiva di una recessione. La domanda di lavoro resta forte, in novembre sono stati creati 263.000 nuovi posti di lavoro non agricoli, più dei 200.000 previsti, meno rispetto ai 284.000 di ottobre, il tasso di disoccupazione al 3,7% è vicino ai minimi degli ultimi cinquant'anni, le offerte di lavoro superano i lavoratori disponibili di circa 4 milioni, ovvero circa 1,7 offerte di lavoro per ogni persona in cerca di occupazione.



Disallineamento tra offerta e domanda di lavoro. Fonte Federal Reserve.

Da una parte Powell sottolinea la resistenza della domanda di lavoro, dall'altra la manifattura comincia ad avvertire gli effetti del nuovo scenario: il PMI di novembre, l'indice dei responsabili degli acquisti, è sceso sotto il valore di 50 per la prima volta dal giugno 2020 (valori superiori a 50 indicano espansione, al di sotto rallentamento).

Il PMI è ritenuto un affidabile indicatore previsivo, la rilevazione di novembre, se confermata nei prossimi mesi, potrebbe a sua volta costituire un punto di flesso. Sul 2023 pesa la curva dei rendimenti americana dove i tassi a breve termine sono di circa un punto superiori a quelli a lungo termine. Rendimenti sui titoli con le scadenze più lunghe inferiori ai rendimenti delle scadenze più ravvicinate, lo ricordiamo al lettore non specialista, è una condizione anomala, la normalità è quella di una curva inclinata positivamente nella quale i rendimenti aumentano con l'allungarsi della data di rimborso dei titoli. L'inclinazione negativa della curva esprime invece la preoccupazione che i tassi, nel tempo, siano destinati a scendere sotto la spinta di condizioni economiche avverse.

Guardando al passato, una persistenza dell'inversione è stata sinistro presagio di recessione, "tra tutti gli indicatori di mercato, la curva dei Treasury USA ha storicamente il miglior tasso di successo nelle previsioni ed è su questo che il mercato si sta concentrando per il 2023" scrive David Dowsett di GAM Investments. La recessione mette ovviamente a repentaglio gli utili aziendali e, dunque, le performance azionarie, i mercati obbligazionari possono invece approfittare dell'inversione della curva con opportuni posizionamenti e arbitraggi sulle scadenze. I nuovi livelli dei rendimenti fanno tornare l'alternativa all'investimento azionario: quest'ultimo resta nel lungo termine il miglior antidoto all'inflazione, ma i risparmiatori possono tornare ad avere rendimento fermandosi un po' più in basso nella scala del rischio.



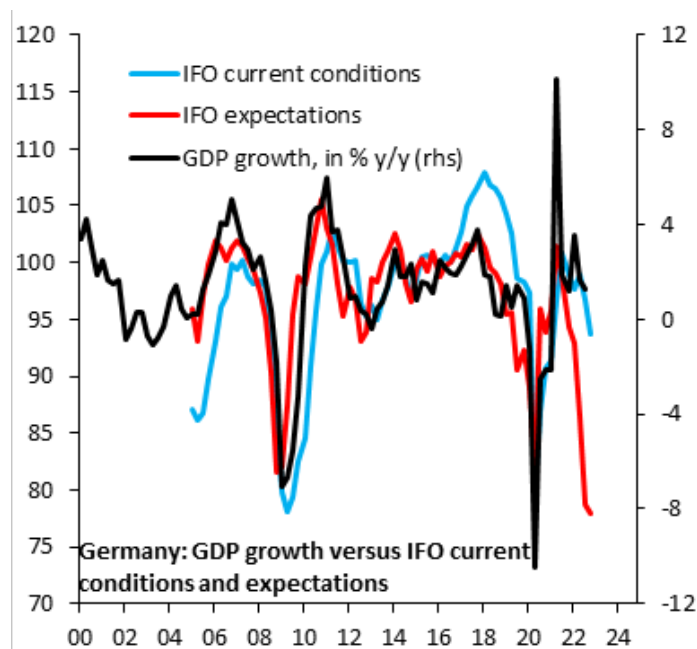
L'inversione della curva dei rendimenti anticipatrice di recessione. Fonte Financial Times.

Non è però scritto sulla pietra che le curve invertite siano sempre anticipatrici di recessione, “I mercati hanno previsto nove delle ultime cinque recessioni” scherzava Paul Samuelson e alcuni analisti la pensano come il premio Nobel, ritengono che l’attuale configurazione della curva prelude non una recessione ma un calo dell’inflazione, non escludono l’atterraggio morbido dell’economia, si fidano di Powell, dell’efficacia delle sue parole e delle sue azioni (vedi L’Alpha e il Beta del 26 settembre 2022).

Il Wall Street Journal suggerisce che i tassi a lungo termine sono così bassi perché il mercato pensa che la Fed avrà ragione dell’inflazione, una considerazione che non aiuta ad uscire dalla condizione di incertezza, una cosa non esclude l’altra, l’esperienza di Volcker è lì a dimostrare che aver stroncato l’inflazione non ha escluso la recessione e gli alti costi sociali di quella epica battaglia.

Questa volta è diverso, argomentano, il ciclo economico è stato pesantemente segnato dalla pandemia, l’inflazione è stata innescata dal surriscaldamento di pochi settori, i più esposti alla straordinarietà del periodo. Può darsi, ma nel nostro mestiere “questa volta è diverso” sono le parole più pericolose in assoluto, le prospettive restano caracollanti verso il peggioramento né si possono escludere nuove sorprese, la manifattura americana ha già registrato i primi segnali negativi e la disoccupazione dovrà salire, parola di governatore.

Nell’Eurozona l’inflazione in novembre ha mostrato i primi segnali di frenata, in buona misura grazie al calo dei prezzi dell’energia ma aumentano i segnali di debolezza. In Germania le vendite reali al dettaglio in ottobre sono scese del -2,8% rispetto al mese precedente (in calo del -5,2% rispetto allo stesso periodo nel 2021) e le imprese hanno pesantemente frenato gli investimenti.



La crescita del PIL in Germania e i livelli dell'IFO, l'indice della fiducia di imprenditori e manager nell'industria tedesca. Fonte Robin Brook, IIF.

L’appuntamento è alla settimana del 12 dicembre, quando verrà pubblicato il dato dell’inflazione americana di novembre e si terranno le riunioni mensili della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea. Il valore di novembre del Consumer Price Index, rappresentativo delle abitudini di spesa del consumatore americano medio, dirà se la flessione di ottobre sia stata un caso isolato o se siamo al punto di flesso.

In quest’ultimo caso anche le banche centrali si troveranno a loro volta a un punto di flesso, costrette a valutare la misura dei propri passi. Sarà una fase “molto più difficile” per la definizione delle politiche ha detto Mary Daly della Fed di San Francisco, all’interno del Board non c’è più l’unanime consenso sull’idea che il rischio di fare troppo poco sia superiore al rischio di fare troppo. Nel disallineamento tra il dato di inflazione ex post e i mesi necessari affinché gli interventi sui tassi abbiano effetti sull’economia si annida il rischio che l’effetto cumulativo della stretta della Fed potrebbe andare oltre il necessario. Potrebbe essere un aiuto alzare il target dell’inflazione dal 2% al 3%: con un articolo pubblicato dal Financial Times Olivier Blanchard è tornato su una sua vecchia idea, “sospetto che quando, nel 2023 o 2024, l’inflazione tornerà a scendere al 3%, si aprirà un intenso dibattito sull’opportunità di scendere al 2% a costo di un ulteriore sostanziale rallentamento dell’attività. Sarei sorpreso se le banche centrali spostassero ufficialmente l’obiettivo, ma potrebbero decidere di rimanere al di sopra di esso per qualche tempo e forse, alla fine, rivederlo”. Un accorgimento che darebbe alla politica monetaria spazio di manovra e vigore all’ipotesi dell’atterraggio morbido.

Se a metà dicembre emergessero indizi che facciano intravedere un punto di flesso, le scelte allocative sui portafogli potrebbero riguardare aggiustamenti dell'esposizione agli asset rischiosi ma in questa fase dell'anno è bene ricordare che sono in gioco, più che in altri momenti, gli aspetti psicologici dell'attesa del rally di fine anno che, invero, ha già fatto parecchia strada in novembre.

Impossibile distinguere per tempo un rally all'interno di una fase "orso" da un rally del mercato credibile e sostenibile, l'entusiasmo che ha salutato le parole di Powell non ha tenuto conto dello scenario di rischio presentato in quello stesso discorso.

Meglio non scommettere per non rischiare di cozzare contro il principio di realtà, gestire la fase di transizione con prudenza ricordando che la volatilità ci accompagnerà ancora per un po' di tempo, soprattutto per la progressiva diminuzione della liquidità, una condizione che non ha mai favorito l'assunzione di maggior rischio. Restano cruciali la flessibilità e la selettività, i temi di interesse non mancano ma dovranno essere valutati con attenzione, tenendo conto delle caratteristiche di ogni singola classe di attivo, la sensibilità ai tassi, il livello del prezzo, la robustezza del business, la capacità di trasferire gli aumenti dei costi sui prezzi finali.

È tempo di pragmatismo, il passato non contiene tutte le informazioni utili per il futuro e nell'incertezza radicale i precedenti contano ancora meno (ricordiamo la fine del tacchino induttivista nel Giorno del Ringraziamento, vedi L'Alpha e il Beta del 2 dicembre 2019).



Jennie A. Brownscombe (1850-1936), The First Thanksgiving at Plymouth, 1914, Pilgrim Hall Museum Plymouth MA. Fonte Wikipedia.

L'investitore pragmatico agisce sulla base di informazioni e di alternative ben ponderate, non perde di vista gli obiettivi di lungo termine, la fedeltà al metodo lo rende sufficientemente sereno nella consapevolezza di aver operato nel portafoglio con coerenza. Non sappiamo cosa riservi il futuro, sappiamo però che l'atteggiamento pragmatico nella gestione dei portafogli è sempre preferibile agli approcci dogmatici.

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.