

CARTE SCOMPAGINATE

I dati contrastanti dell'economia americana e il fallimento della Silicon Valley Bank scompaginano le carte sul tavolo della Federal Reserve, stretta tra due obiettivi inconciliabili, la lotta all'inflazione e la stabilità finanziaria

Tre anni fa esatti, il 12 marzo 2020, le borse registrarono una delle peggiori giornate della storia recente. Fu un giovedì pesantissimo in una settimana cominciata male: lunedì 9 le borse avevano messo a segno cali significativi in reazione al disaccordo tra Russia e Arabia Saudita sulla produzione di petrolio. Il prezzo del greggio crollò del 30%, a Wall Street le contrattazioni vennero sospese per un quarto d'ora, non accadeva dai tempi della crisi Lehman, a Milano il crollo di oltre l'11% azzerava i risultati del 2019.

Mercoledì 11 marzo la Banca d'Inghilterra tagliava i tassi di 0,50% e l'Organizzazione Mondiale della Sanità dichiarava la condizione di pandemia, giovedì 12 marzo l'appuntamento era con la consueta conferenza stampa della Banca Centrale Europea, Christine Lagarde era alla sua prima, vera prova con i mercati. Una parola fuori posto, uno scivolone nelle risposte mandò a picco le borse trasformando quel 12 marzo in una delle peggiori giornate di sempre, Milano chiuse a -17%, le perdite di Parigi e Francoforte furono attorno a -12%, Londra perse poco meno del 10%, più o meno i valori degli indici Dow Jones, S&P 500 e Nasdaq.

Le giornate grame proseguirono fino al 23 marzo.

Il giorno dopo, senza alcun cambiamento nelle condizioni dell'emergenza sanitaria e dell'economia, il Dow Jones fece un balzo di oltre l'11%, il più ampio dagli anni Trenta, lo S&P 500 mise a segno un +9,4%, il Nasdaq realizzò una crescita dell'otto per cento.

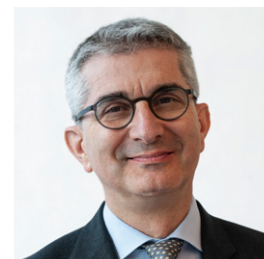
Che quel 24 marzo fosse il giorno della svolta dei mercati lo sappiamo oggi ma non lo sapevamo allora, quei giorni concitati sono lì a ricordare il valore del tempo, la pericolosità del timing, l'importanza della fedeltà al metodo di investimento, il valore della pazienza.



Caravaggio (1571-1610) "I bari". 1594, Kimbell Art Museum, Fort Worth, Fonte Wikipedia.

Lo smarrimento di quei giorni del 2020, in pieno allarme sanitario, si ripresentò due anni dopo con l'invasione dell'Ucraina. Ricordare la storia recente dei mercati può essere di aiuto nei commenti alla cronaca finanziaria di questi giorni in cui i dati economici e fallimenti bancari scompaginano le carte sul tavolo.

Vediamo i dati economici. Nell'Eurozona l'inflazione scende con lentezza mentre sorprende l'inflazione "core", in febbraio ha accelerato a 5,6%. L'inflazione si fa "appiccicosa" anche da noi e corrobora l'idea di una Banca Centrale Europea che nella prossima riunione aumenterà i tassi nella misura di cinquanta punti base.



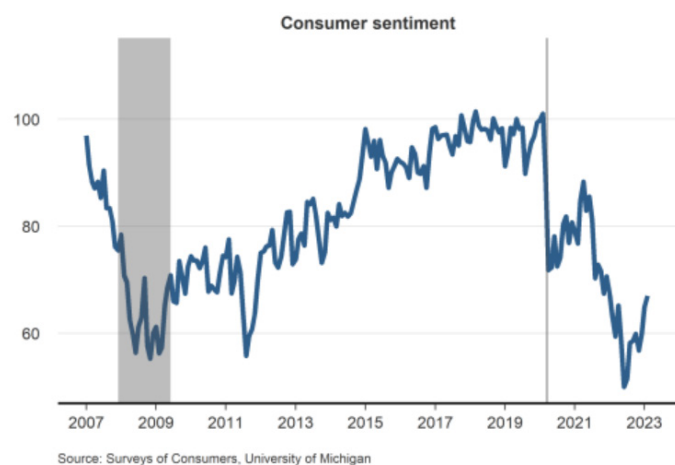
Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Negli Stati Uniti le carte sono rimescolate dal dato sul lavoro. Le aspettative erano di un incremento mensile di 225.000, i nuovi occupati non agricoli sono stati oltre 311.000. Aumentano i posti di lavoro, aumentano (meno del previsto) le retribuzioni orarie medie, mancano 3,5 milioni di lavoratori rispetto alle proiezioni pre-Covid19, segnali di un'attività economica lontana dal raffreddamento, l'inflazione è ancora pericolosa.

Prevedibili come falene verso la luce sono arrivate le prime dichiarazioni. Thomas Barkin della Fed di Richmond ha messo le mani avanti, se nell'ultima riunione era stato deciso un aumento dei tassi di 25 punti base, "ciò non significa che lo si debba fare in ogni riunione". Barkin è sulla stessa lunghezza d'onda di Jay Powell; nell'audizione al Congresso il capo della Fed ha dichiarato che nuovi incrementi di cinquanta punti sono possibili, dipenderà dall'evoluzione dello scenario e dai dati. Appuntamento dunque a martedì 14, quando verrà pubblicato il nuovo dato di inflazione.

"il livello finale dei tassi d'interesse sarà probabilmente più alto di quanto previsto in precedenza" ha detto Powell al Congresso all'inizio della settimana, "il ripristino della stabilità dei prezzi richiederà probabilmente il mantenimento di un atteggiamento restrittivo per qualche tempo". La Fed vorrà vedere un allentamento nel mercato del lavoro prima di invertire la rotta della politica monetaria.

Segnali economici non univoci complicano lo scenario, non ci sono bianco e nero ma diverse sfumature di grigio (non necessariamente cinquanta). Il mercato del lavoro resta forte ma l'economia americana dà segni di rallentamento, è calato il Pil reale del quarto trimestre del 2022, 2,7% rispetto al 3,2% del trimestre precedente (tasso annuo), il settore manifatturiero ha messo in fila quattro mesi consecutivi dell'indice ISM sotto il valore di 50. Un'altra sfumatura di grigio è la fiducia dei consumatori misurata dall'Università del Michigan: dopo una costante diminuzione nel 2022, ha ripreso a salire nel febbraio 2023, è al livello più alto da oltre un anno ma i valori sono ancora prossimi a quelli del 2008 e 2009.



Il "sentiment" dei consumatori risale ma resta a valori molto bassi. Fonte: Fed San Francisco, Surveys of Consumers University of Michigan.

Ma anche il Congresso ha scompaginato le carte di Powell. Il presidente della Fed è uscito dall'audizione semestrale con un messaggio molto chiaro della politica: che non si renda responsabile, con errori di policy, nel rallentare o addirittura affossare la ripresa economica che la politica ha messo in moto con migliaia di miliardi di dollari di stimoli.



Paul Cézanne (1839-1906) "I giocatori di carte". 1890-95, Museo d'Orsay, Parigi, Fonte Wikipedia.

L'invito del Congresso alla prudenza nel maneggiare i tassi collide con la dichiarata priorità di abbassare l'inflazione anche a costo di indebolire il mercato del lavoro. Un atteggiamento conciliante, accondiscendente verso la politica verrebbe accolto con favore dai mercati, assuefatti al denaro facile, ma l'euforia dei listini e la possibile ricaduta sui consumi dell'effetto ricchezza potrebbero vanificare il lavoro svolto fino a oggi. D'altro canto, attendere il peggioramento nel mercato del lavoro potrebbe davvero concretizzare quell'atterraggio duro che, invece, si intende evitare.



Un'ulteriore, energica rimescolata alle carte è la vicenda della Silicon Valley Bank.

Le autorità di controllo federali ne hanno chiuso l'attività venerdì e nuove decisioni sono attese in queste ore. Una banca tra le più attive nella regione e nel settore più avanzati del pianeta è stata travolta dalla più antica delle maledizioni bancarie, la corsa agli sportelli.

Al di là dei dettagli, che verranno studiati e approfonditi con quella che Stephen Ross definiva "forensic finance", ovvero la ricostruzione analitica di un fallimento o una bancarotta, la domanda nella testa di tutti riguarda le possibili conseguenze sistemiche. La banca ha avuto un ruolo centrale nel supporto finanziario alla crescita delle aziende della Silicon Valley, alle giovani start-up come alle blasonate società degli acronimi. Il più grande fallimento bancario americano dal 2008 travolge un istituto presente nella metà delle start-up tecnologiche dell'area, un esperto del settore lancia l'allarme, le start-up della Silicon Valley potrebbero trovarsi di fronte a un "evento di livello estintivo". L'equilibrio dell'ecosistema e la disponibilità di finanziamenti sono le necessarie pre-condizioni per lo sviluppo delle giovani società tecnologiche, l'aumento dei tassi mette sotto pressione le società indebitate, ciò che accadrà alla banca, fino a ieri sconosciuta ai più, sarà seguito con preoccupazione dalla politica e dall'economia.

La fiducia è la moneta corrente nell'attività finanziaria, per preservare (o ripristinare) la fiducia le autorità di controllo dovranno intervenire con rapidità e con interventi appropriati, già lunedì mattina sapremo in che misura verranno garantiti i depositanti non assicurati e quali strumenti verranno adottati a sostegno delle altre banche, l'obiettivo è garantire la disponibilità dei fondi depositati.

Sono tre i rischi che deve gestire la Fed, scrive Mohamed El-Erian sul Financial Times, l'azzardo morale, quello della concentrazione delle attività verso le banche maggiori (che si ricollega all'azzardo morale del "too big to fail") e il rischio dell'errore di policy. Quest'ultimo è forse il più critico, da una parte la stretta monetaria che pesa sul sistema finanziario e sui private markets, dall'altra l'inflazione tutt'altro che debellata, "acqua al mulino delle colombe" commenta Marco Onado.

Il rischio del contagio sistemico, per quanto si possa presumere con le informazioni disponibili, non sembra probabile. Dal 2008 il sistema di regole, gli standard regolamentari e la robustezza patrimoniale del sistema finanziario sono molto migliori. Lo spread FRA-OIS a tre mesi (Forward Rate Agreement-Overnight Index Swap, affidabile indicatore delle tensioni sui finanziamenti interbancari) si è ampliato venerdì ma non segnala una situazione anomala.



Lo spread FRA - OIS a 3 mesi (nero), una misura dello stress della raccolta bancaria, si è leggermente ampliato venerdì, ma da livelli molto bassi. Al momento la vicenda SVB non sembra sistemica. Fonte @RobinBrooksILF.

La Silicon Valley Bank si è trovata al crocevia di tre diverse alterazioni di stato: le svalutazioni del portafoglio obbligazionario che ha innestato la corsa agli sportelli, le difficoltà delle aziende tecnologiche, le criptovalute; torneremo a parlarne.

I mercati hanno reagito al dato sul lavoro e alla vicenda della banca californiana con vistosi cali a Wall Street, gli operatori hanno rivalutato l'intensità della stretta monetaria, le difficoltà del sistema bancario potrebbero incrinare la determinazione della Fed, intrappolata tra due obiettivi divergenti, la tutela della stabilità finanziaria e la lotta all'inflazione.

Il fulcro di questa opposta tensione è nei tassi di interesse, sarà cruciale la lettura dell'inflazione da parte dei banchieri centrali nelle prossime settimane, il recente track record non è esaltante visto che "ha portato alla necessità di quattro rapidi rialzi consecutivi di 0,75 punti percentuali ... dopo un periodo eccessivamente prolungato di politiche monetarie 'non convenzionali' ultra-allentate" scrive El-Erian.

Per gli investitori le dinamiche dei tassi costituiscono la bussola delle scelte allocative, se non scenderanno l'attrazione relativa delle attività rischiose resterà indietro rispetto alle obbligazioni.

Le carte sul tavolo sono scompaginate, al netto della vicenda SVB restano cruciali l'andamento del mercato del lavoro e dell'inflazione, sulla quale le previsioni sono sempre azzardate. Come abbiamo ricordato nelle settimane scorse, stiamo passando da una narrazione all'altra, le fasi di mercato di susseguono con una tale rapidità che diventano difficili anche gli aggiustamenti tattici ai portafogli. Aggiungere valore nel breve termine è complicato ma, per quanto riguarda la ricerca di valore nel lungo termine, i lettori di queste colonne sanno come fare. L'incertezza è la condizione ontologica dei mercati finanziari, la mancanza di certezza, scrive Carlo Rovelli, "costituisce il segreto della forza del pensiero razionale, inteso come pensiero della curiosità, della ribellione e del mutamento".

Viviamo tempi incerti, tempi più ricchi di domande che di risposte e, proprio per questo, tempi interessanti. Ne parleremo nelle tappe di Roma e Milano del nostro Roadshow.



Balthus (1908-2001) "Il gioco di carte". 1950, Museo Nazionale Thyssen-Bornemisza, Madrid.

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.