

SAPORE DI RAMEN

In attesa degli esiti delle riunioni della Federal Reserve e della Banca Centrale Europea, non perdiamo di vista la Banca del Giappone, la scorsa settimana si è tenuta la prima riunione sotto la guida del nuovo presidente Kazuo Ueda. Il cambiamento di direzione è rimandato all'estate ma prima o poi anche la Bank of Japan dovrà allinearsi alle altre principali banche centrali e mettere fine alle politiche straordinarie. Non sarà facile e neppure indolore



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

Questa settimana tornano al centro dell'attenzione la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea.

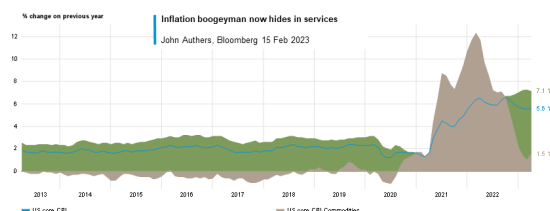
I banchieri di Washington sono alle prese con un'inflazione resistente e un Pil che nel primo trimestre, nonostante il sostegno dei consumi, è rallentato più delle attese.

I prezzi dei prodotti destinati al consumo non alimentari ed energetici, rilevati dall'indice "Core PCE" (Personal Consumption Expenditure) seguito da vicino dagli economisti della Fed, sono aumentati del 4,6%, più delle previsioni e appena sotto il valore del mese scorso, 4,7%.



Hasui Kasawe (1883-1957) "Spring Shower at Shiba Park" (1921, Arthur M. Sackler Gallery, Washington. Fonte architectureadigest.com)

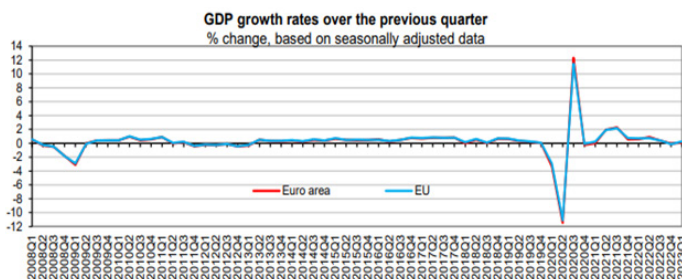
L'indice del costo dell'occupazione, che tiene conto dei salari e dei benefit pagati dai datori di lavoro, è aumentato dell'1,2% nel primo trimestre, più dell'aumento del trimestre precedente e sopra le attese. È un indicatore importante perché i salari sono una voce pesante nella misurazione dell'aumento dei prezzi, soprattutto nel settore dei servizi.



L'inflazione USA si sposta nei servizi (fonte GAM Investments, Bloomberg).

Dunque negli Stati Uniti il mercato del lavoro resiste all'aumento dei tassi e i prezzi "core" restano "appiccicosi", diminuiscono con molta lentezza. Analisti e osservatori sono concordi sulla probabilità che domani venga annunciato l'ulteriore aumento di un quarto di punto, le opinioni si frastagliano sul se e come la Fed proseguirà nel prossimo futuro.

A Francoforte le cose non sono più semplici, nel primo trimestre l'Eurozona è tornata a crescere ma il dato complessivo è opacizzato dal rallentamento tedesco. Il Board della BCE si riunisce tra un paio di giorni e dovrà valutare le conseguenze dell'aumento dei costi di finanziamento nelle economie francese, italiana e spagnola dove c'è stata un'accelerazione della produzione rispetto al trimestre precedente mentre rallenta l'economia tedesca dove l'inflazione scende più che altrove.



Nel primo trimestre il PIL destagionalizzato è aumentato dello 0,1% nell'Eurozona, dello 0,3% nell'Unione Europea, rispetto al trimestre precedente (fonte Eurostat, stima flash preliminare)

En attendant gli esiti delle riunioni ormai imminenti, vediamo cosa accade alla Banca del Giappone che la settimana scorsa si è riunita per la prima volta sotto la guida del nuovo presidente, Kazuo Ueda, primo accademico a ricoprire questo ruolo.

Quando venne nominato nel 2013, il suo predecessore Haruhiko Kuroda diede subito un forte segnale di discontinuità avviando la sua politica "shock and awe", uno stimolo monetario fortissimo per riportare l'inflazione al 2%. Per dieci anni Kuroda ha governato una politica monetaria davvero non convenzionale, la banca centrale ha speso complessivamente quasi dodicimila miliardi di dollari per acquistare obbligazioni, fondi azionari, debito societario. Un'eredità pesante per il successore Ueda che ha guidato la prima riunione sotto il segno della continuità.

Il neo-presidente è consapevole che qualsiasi cambiamento nella politica avrà significative conseguenze sui mercati dei capitali, sul bilancio della banca e ha inoltre tenuto conto della possibilità che il Giappone vada alle elezioni anticipate dopo la riunione del G7 programmata a Hiroshima poco dopo la metà di maggio.

In Giappone l'inflazione è ancora alta, è diventato caro anche uno dei cibi più caratteristici e a buon mercato del Giappone, il costo medio di una ciotola di ramen era già aumentato lo scorso anno e ora dai circa seicento yen (più o meno quattro dollari) dello scorso giugno una ciotola della tipica zuppa giapponese costa intorno a mille yen.

L'aumento dei prezzi dei prodotti alimentari mette pressione sulla distribuzione organizzata e sulle attività a conduzione familiare che devono far fronte a costi crescenti ma sono prudenti nell'aumentare i listini nel timore di perdere i clienti.



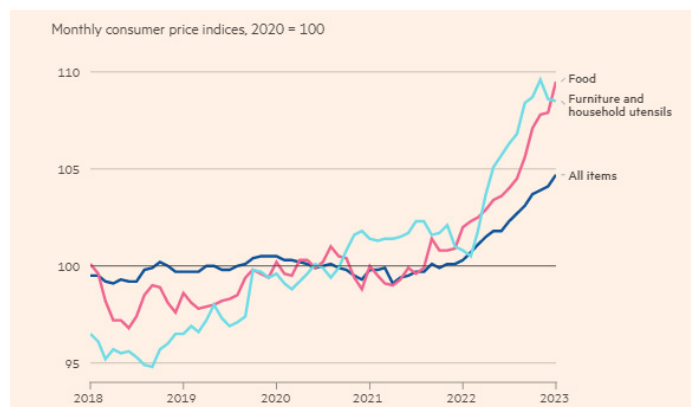
Una scena del film "Tampopo", il nome della locanda specializzata nel ramen attorno alla quale si sviluppa la trama del film (1985, fonte Wikipedia)

L'indice dei prezzi al consumo "core" del Giappone, 3,1% a marzo, è da mesi sopra l'obiettivo della Banca del Giappone, nella sua prima conferenza stampa Ueda ha prospettato che i cambiamenti alla politica monetaria saranno presi nei prossimi mesi, per il momento è stata confermata continuità nella politica ultra-accomodante. Ovviamente anche per la Bank of Japan il movimento dei prezzi sarà centrale per stabilire le mosse successive e, come hanno fatto Fed e BCE, anche Tokyo ha abbandonato la forward guidance. Ueda ha detto chiaro che il Board potrà prendere decisioni in qualsiasi riunione e qualsiasi riunione potrà essere quella del cambiamento.

La rimozione della forward guidance renderà più facile abbandonare anche il controllo della curva dei rendimenti. Per il momento la Bank of Japan ha mantenuto i tassi di interesse overnight a -0,1% e ha confermato l'oscillazione controllata dei rendimenti dei titoli decennali nella banda di 0,5 punti percentuali attorno allo zero.

Quando venne introdotto nel 2016, il controllo della curva dei rendimenti serviva per stimolare l'attività economica e l'inflazione, ora che il tasso di aumento dei prezzi è da mesi ben oltre l'obiettivo del 2% la Bank of Japan dovrà modificare la direzione della politica monetaria e, come stiamo vedendo negli Stati Uniti, non sarà un esercizio né semplice né indolore.

Non è stato indolore per la Reserve Bank of Australia, che ha praticato il controllo della curva dall'esplosione della pandemia nel marzo 2020 fino al novembre 2021. Abbandonare il controllo della curva non è semplice come uscire dai programmi di Quantitative Easing, per cui è sufficiente diminuire o interrompere gli acquisti dei titoli in fase con il miglioramento delle condizioni economiche e con comunicazioni adeguate.



Aumentano i costi di alimentari e prodotti per la casa (fonte FT, Statistic Bureau of Japan)

Invece l'uscita della Reserve Bank del controllo della curva nel novembre 2021 fu disordinata, la banca non riuscì a comunicare con efficacia le proprie intenzioni, i mercati spinsero all'insù i rendimenti, e l'operazione "si concluse con la perdita di credibilità da parte della RBA" scrisse all'epoca il Financial Times e lo ammise lo stesso governatore Philip Lowe.

Il cambiamento della politica dovrà essere gestito con cura, alcuni titoli governativi giapponesi sono poco liquidi in un contesto globale in cui la liquidità è in calo un po' ovunque,

I mercati sono assuefatti da anni di considerevoli acquisti della banca centrale, e nel tempo si è reso vulnerabile anche il bilancio della banca stessa: il rimborso a scadenza delle obbligazioni non da pensiero ma non potranno venir trascurati gli effetti sui prezzi degli ETF massicciamente acquistati. Ueda dovrà prestare attenzione al rischio di alterazioni e dislocazioni del mercato, dovrà essere chiaro sulle intenzioni e soprattutto sulla funzione di reazione, cioè come la banca intenderà rispondere alle fluttuazioni dell'inflazione e alle variazioni dell'economia. Dovrà muoversi con gradualità, prudenza e determinazione, la banda di oscillazione dei tassi andrà allargata prima di annunciare l'abbandono del controllo della curva.

I prezzi dei future sui JGB a dieci anni scontano che entro l'anno vengano decisi altri cinquanta punti di allargamento della banda di negoziazione, la volatilità implicita del decennale a dodici mesi è circa tre volte superiore a quella di un anno fa, la metà delle emissioni dei JGB in circolazione è nel bilancio della banca centrale, una condizione che ha assottigliato le negoziazioni del decennale e rende ancora più alti i rischi di dislocazione.

C'è un altro rischio, sulla recente crisi delle banche abbiamo visto come lo yen non abbia perso lo status di "safe haven" come qualcuno aveva pronosticato lo scorso novembre, il cambio di direzione della politica della Bank of Japan, magari in concomitanza con il rallentamento dell'economia globale, potrebbe rafforzare la divisa giapponese ponendo un freno alle esportazioni e alimentando disinflazione.

È solo questione di tempo, anche la Bank of Japan dovrà allinearsi alle altre maggiori banche centrali e mettere la parola fine alla lunga fase di politica monetaria straordinaria.



Hasui Kasawe (1883-1957) "Spring at Kintai Bridge" (1937,- Freer Gallery of Art Washington. Fonte architecturadigest.com)

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.