

POKER DI BANCHE

Nel giro di pochi giorni, quattro banche centrali hanno preso decisioni tra loro diverse, come sono diversi i semi del mazzo di carte. Un poker che però non vince nessuna posta, la seconda metà dell'anno resta avvolta nell'incertezza, le due grandi variabili da osservare sono ancora le politiche monetarie e la qualità della ripresa cinese

È stata la settimana delle banche centrali.

Anzi, la settimana di un vero e proprio poker di banche centrali, una mano di quattro verdetti diversi come i semi del mazzo di carte.

Il primo asso è stato quello della banca centrale cinese. La settimana è cominciata con la decisione a sorpresa della Banca del Popolo di tagliare il tasso repo a sette giorni (funzionale alla liquidità a breve termine nel sistema bancario), una mossa che segnala l'attenzione delle autorità monetarie alle performance dell'economia cinese.

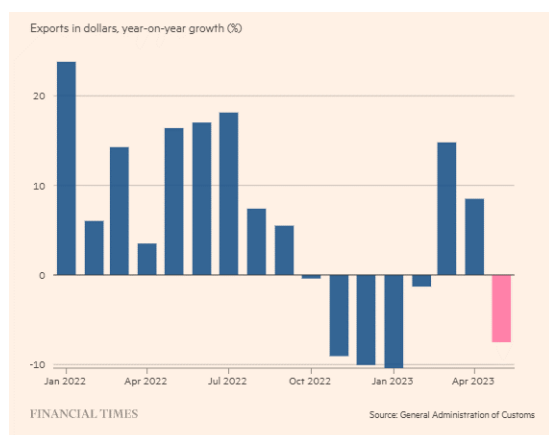
La fine delle politiche "zero-Covid" non è bastata: la ripresa degli scambi, il ripristino delle catene della fornitura, la ripartenza del flusso turistico avevano fatto crescere tutti gli indicatori nella prima parte dell'anno ma, nelle ultime settimane, l'economia cinese ha dato segni di affaticamento, le dinamiche del credito in maggio sono state al di sotto delle previsioni.

Tonico il settore dei servizi, debole la manifattura e nonostante i segnali di recupero registrati nella prima parte dell'anno, non migliorano le condizioni del settore immobiliare. Il real estate vale circa un terzo dell'economia cinese, migliaia di persone hanno sottoscritto contratti di acquisto, hanno pagato e hanno visto fallire le società di costruzione, gli analisti ritengono che la riduzione del tasso "reverse repo" sia insufficiente e che nuovi allentamenti monetari siano possibili nei prossimi giorni.

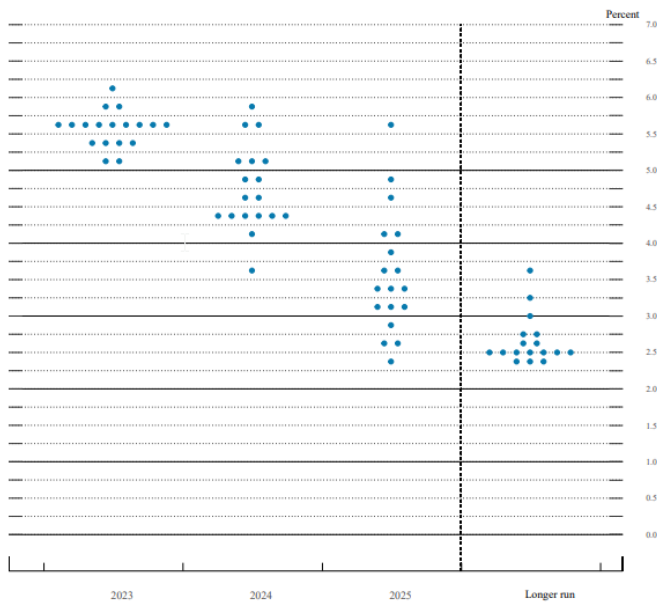
Mercoledì è stata la volta della Fed. La banca centrale americana ha preso una pausa dopo dieci aumenti consecutivi, ma è una pausa da falco, le previsioni dei membri del Board, raccolte nel consueto diagramma a pallini, proiettano altri due aumenti di tassi nei prossimi mesi. L'asticella del tasso terminale si è alzata di mezzo punto, il nuovo intervallo di arrivo è 5,5%-5,75%.



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



In maggio l'export cinese è diminuito di 7,5% su base annua, in dollari USA. Fonte Financial Times.



Fonte: Federal Reserve

C'è ancora strada da fare ha detto Powell, ma a differenza dello stile asciutto e duro del grande Cormac McCarthy scomparso martedì scorso, la strada del capo della Fed è presentata con un lessico tutt'altro che essenziale.

Molte parole e molti aggettivi per sottolineare le insidie della rigidità del mercato del lavoro, "sebbene il divario tra posti di lavoro e lavoratori sia diminuito, la domanda di lavoro continua a superare sostanzialmente l'offerta di lavoratori disponibili", e dell'inflazione che continua a essere elevata, "il processo per riportare l'inflazione al 2% è ancora lungo".

Un registro comunicativo che sarebbe stato più coerente con una decisione di aumento dei tassi, non di sospensione. In ogni caso, la marcia verso sud della Fed, verso l'obiettivo del 2%, prevede nuovi aumenti nella seconda metà dell'anno che, secondo Powell, saranno ben sopportati da una economia proiettata a suo dire verso l'atterraggio morbido.

Come i due sopravvissuti del romanzo, la Federal Reserve si è messa in difesa, ha preso tempo, aspetta di vedere i nuovi dati economici e quali saranno gli effetti di medio termine della crisi delle banche regionali. Una strada già percorsa, e abbandonata, dalle banche centrali di Canada e Australia, tornate ad aumentare i tassi dopo una pausa.



C. McCarthy (1933-2023) "La strada" (Einaudi, 2007)

Non ci sono state sorprese a Francoforte. La Banca Centrale Europea ha mantenuto fede a quanto aveva lasciato intendere e ha disposto il previsto aumento di 25 punti base del tasso di riferimento. Un ulteriore rialzo a luglio è "molto probabile", dopodiché si vedrà.

Anche la strada dei banchieri di Francoforte resta incerta, dietro il mantra del "data depending" si nascondono le divisioni del board: per il falco Joachim Nagel della Bundesbank c'è ancora molto da fare per avvicinarsi all'obiettivo dell'inflazione al 2%, di segno opposto i commenti di François Villeroy de Galhau, capo della banca centrale francese, che ribadisce come i dati debbano prevalere sulle previsioni.

Nell'Eurozona l'inflazione è diminuita dal picco di oltre il dieci per cento a poco sopra il sei per cento, una discesa marcata ma ancora lontana dal 2% gradito dalla banca centrale. Gli economisti della BCE hanno anche aggiornato al rialzo le attese di inflazione e al ribasso quelle della crescita. Nel divario tra le attese di inflazione più alta e il rallentamento dell'attività economica si gioca l'incertezza dei prossimi mesi e la prevedibile volatilità dei mercati, a loro volta "data dependent".

Se l'inflazione di base si manterrà nel sentiero di lenta diminuzione e se davvero le performance dell'economia dell'area euro saranno modeste, diventerà più probabile una pausa in settembre e i mercati non crederanno alle dichiarazioni di Lagarde.



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

L'ultima carta del poker è quella della Banca del Giappone, unica banca delle economie avanzate che in splendida solitudine mantiene i tassi sotto lo zero.

La Bank of Japan resta in controtendenza rispetto al generale movimento dei tassi al rialzo: la settimana precedente avevano alzato i tassi le banche centrali di Canada e Australia, la settimana prossima si riunirà la Bank of England: il poker potrebbe diventare una scala reale.

Il neogovernatore Kenzo Ueda si muove con gradualità, nonostante l'aumento delle pressioni sui prezzi la decisione di confermare la politica monetaria ultra-allentata era attesa, così come il mantenimento del controllo della curva, i rendimenti delle obbligazioni a dieci anni si muoveranno di 0,5 punti percentuali al di sopra o al di sotto dello zero.

Restano dunque inalterate le condizioni che hanno alimentato la spettacolare performance del Nikkei 225, tassi di interesse bassissimi, economia solida, valuta debole; è tornata l'inflazione, crescono gli acquisti dei consumatori e tornano i turisti stranieri, soprattutto cinesi. D'altro canto, dopo un rally di mesi le valutazioni delle società giapponesi sono diventate care.

Nostro malgrado, il poker di banche non vince nessuna posta: i numeri contraddittori sulla qualità della crescita preludono a uno scenario ancora marcato dalla volatilità. Nel breve periodo, in assenza di informazioni negative, il vento continuerà a soffiare nelle vele dei mercati azionari ma nel medio termine le questioni sono più complesse.

Le banche centrali dovranno venire a patti con il rallentamento della crescita e con la vischiosità dell'inflazione, le conferenze stampa di Powell e Lagarde non sono state di aiuto, il "data depending" ha sostituito la "forward guidance".

Oggi non ne sappiamo più di prima, sappiamo però che la storia economica è lastricata di economie trascinate verso il basso da errori di politica monetaria.

Powell sta pilotando tassi ed economia verso l'atterraggio morbido ma la difficoltà, e l'arte, del banchiere centrale è prendere decisioni su dati ex-post sapendo che le sue decisioni avranno effetto con mesi di ritardo. L'inasprimento monetario del 2022 è stato il più intenso e veloce della storia monetaria recente, più brutale anche della storica stretta di Paul Volcker negli anni Ottanta. L'atterraggio morbido ricordato da Powell è tutt'altro che scontato, l'ultimo indice PMI ha segnato un gramo 50,3, appena sopra la soglia dell'espansione, è aumentato significativamente il numero di richieste di sussidi di disoccupazione, è solo una rilevazione parziale ma rivelatrice del rallentamento. Ci vorrà tempo, per imprese e famiglie, per adattarsi a un regime di costo del denaro strutturalmente più caro.

Resta invertita la curva dei rendimenti, un segnale che, lo abbiamo ricordato poche settimane fa, nulla dice su timing e intensità del rallentamento ma che in passato ha costituito un freno al mercato azionario.

S&P500 performance after a Fed pause



Nelle condizioni di curva invertita la storia mostra che le pause della Fed non sono state di aiuto al mercato azionario. Fonte: Bloomberg, Standard Chartered.

In Europa i due trimestri consecutivi di crescita negativa, sia pure di poco, certificano la recessione tecnica e le recenti dinamiche del credito mostrano l'indebolimento degli investimenti in beni strumentali.

Sono due le condizioni che suggeriscono cautela nel medio periodo, il nuovo contesto inflazionistico e la diminuzione del sostegno monetario delle banche centrali: la diminuzione degli stimoli monetari rende più vulnerabili mercati assuefatti a decenni di denaro facile.

Il ritorno dei rendimenti rende giustizia alle strategie bilanciate e ai portafogli ben diversificati, la diversificazione è per l'investitore quello che è il fuoco per i due protagonisti de La Strada, "non ci succederà niente di male perché noi portiamo il fuoco".

L'aumento dei rendimenti obbligazionari consente di alleggerire il rischio azionario a favore delle obbligazioni governative e societarie. La diversificazione rende abitabile la parte corta della curva, dove si può trovare rendimento senza dover sopportare il rischio dei tassi, e c'è "fuoco" nelle scadenze più lunghe, difficile immaginare il rendimento del Treasury a dieci anni sopra il quattro per cento, a questi livelli le debolezze possono diventare finestre di acquisto.

Le azioni europee ed emergenti presentano valutazioni a buon mercato, riteniamo che le prospettive degli utili europei siano migliori del consenso, il tecnologico è tornato sugli scudi anche grazie all'"hypo" generata dall'intelligenza artificiale, il lusso si muove su dinamiche che superano le condizioni di scenario di breve termine.

Come i banchieri centrali, anche gli investitori hanno bisogno di tempo, per vedere meglio, per capire meglio.

"Quando ci fu luce a sufficienza per usare il binocolo ispezionò la valle sottostante. Tutto sfumava nell'oscurità. La cenere si sollevava leggera in lenti mulinelli sopra l'asfalto. Studiò quel poco che riusciva a vedere". (McCarthy, "La strada").



Thomas Hart Benton (1889-1975) "Poker Night". From A Street Car Named Desire, 1948, Whitney Museum of American Art, New York City. Fonte: whitney.org.

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.