

# E LA CHIAMANO ESTATE

Prima della pausa estiva, la Federal Reserve e la Banca Centrale Europea hanno mantenuto quanto avevano anticipato, hanno aumentato i tassi di un quarto di punto mentre l'economia sembra ancora lontana dalla recessione. Nella seconda parte dell'anno i temi dominanti saranno la qualità dei dati economici, le risposte delle banche centrali e le azioni del governo cinese per recuperare la fiducia degli investitori



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

Era estate anche nel 1958 quando il mercato dei Treasury attraversò una crisi simile a quella del 2020. Quell'episodio resta ancora oggi istruttivo su cosa può accadere quando una narrazione (in quel caso rialzista) si interrompe bruscamente in un mercato sbilanciato dall'uso massivo della leva finanziaria.

Nel 1957 l'attività economica aveva cominciato a indebolirsi e la risposta della Fed, da manuale, fu l'abbassamento del costo del denaro. La scommessa degli investitori era sul proseguimento della politica espansiva della Fed, nel presupposto che la recessione iniziata nell'agosto 1957 si aggravasse. Ma si fecero prendere la mano dall'uso disinvolto della leva (i futures non esistevano ancora) per cui, quando la politica monetaria da espansiva si fece restrittiva, si scatenò il panico. Come i disastri climatici di queste settimane, il crollo dei prezzi delle obbligazioni sconvolse l'indolenza dell'estate del 1958, lo scompiglio cominciò a giugno e terminò a settembre.

"I rischi della speculazione sui movimenti ciclici dei prezzi ... sono stati ampiamente appresi", scriveva il rapporto di un comitato congiunto della Fed e del Tesoro a conclusione dell'indagine su quei mesi convulsi. Considerazione invecchiata male, le nozioni della finanza comportamentale erano ancora lontane e ciò che venne "ampiamente appreso" venne anche ampiamente dimenticato.



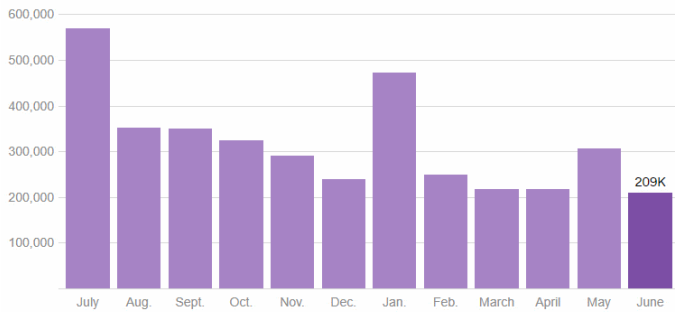
Claude Monet (1840-1926) La terrazza a Sainte-Adresse (1867, Metropolitan Museum of Art, New York).

In questa estate di sessantacinque anni dopo, abbiamo certamente più esperienza ma non abbiamo soluzioni più facili, i mercati tentano da sempre di prevedere il futuro cercando qualche aiuto nelle similitudini e analogie del passato.

Come il riscaldamento del pianeta modifica la circolazione della Corrente del Golfo e altera i modelli meteorologici, decenni di cambiamenti economici e monetari hanno radicalmente cambiato le dinamiche economiche, i confronti con il passato sono sempre meno significativi, è tempo di aggiornare la cassetta degli attrezzi dei modelli previsivi.

Prendiamo ad esempio l'inversione della struttura dei rendimenti americana che ha celebrato il primo compleanno pochi giorni fa. La svolta avvenne l'11 luglio del 2022: pochi decimi di punto a cavallo del tre per cento, poco sopra la scadenza a due anni, poco sotto quella decennale, sancirono l'inizio dell'inversione che nel giro di un anno si è allargata a quasi l'1%. Funesto segnale di recessione che

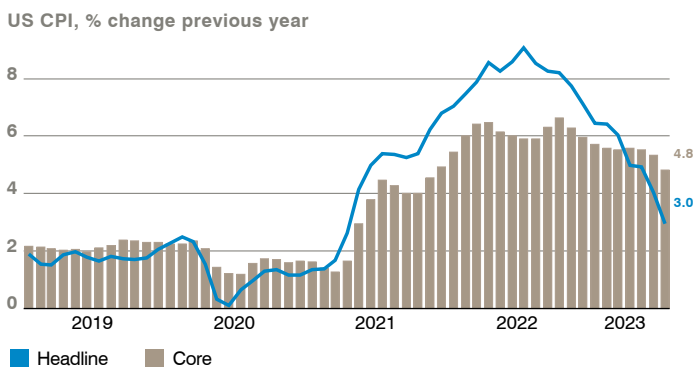
non ha impedito all'economia americana di creare quattro milioni di posti di lavoro, di far scendere la disoccupazione ai minimi storici e far volare il mercato azionario.



I nuovi posti di lavoro non agricoli negli Stati Uniti negli ultimi dodici mesi (fonte CNN Business, US Bureau of Labor Statistics, Graphic by Byron Manley and Matt Stiles)

La recessione, come il paradiso, può attendere. La Fed di New York ha abbassato al 26% le probabilità di un atterraggio duro entro la fine di quest'anno, erano al 70% lo scorso settembre.

Jerome Powell, commentando l'ampiamente atteso rialzo dei tassi di 25 punti base lo scorso mercoledì, ha ribadito il convincimento che l'economia americana sia in rallentamento guidato. Quasi a conferma delle sue parole, il giorno dopo è stato pubblicato il dato della crescita nel secondo trimestre: +2,4% su base annua, un dato sorprendente, superiore al 2% del primo trimestre e ben oltre l'1,8% delle previsioni. So far so good, fin qui tutto bene, la politica monetaria sembra davvero pilotare l'economia verso l'atterraggio morbido, l'obiettivo dell'inflazione al 2% potrebbe essere raggiunto senza eccessivo dolore.



In declino l'inflazione e l'inflazione di base negli USA (fonte GAM Investments, Bureau of Labor Statistics).

Il presidente della Federal Reserve ha comunque avvertito che le decisioni sui tassi dipenderanno dalla qualità dei prossimi dati economici, ha rinnovato l'invito a prendere sul serio la determinazione a riportare l'inflazione al 2%, non ha escluso ulteriori inasprimenti e, soprattutto, ha lasciato la porta aperta all'incertezza "su ciò che accadrà nel prossimo ciclo di riunioni, per non parlare del prossimo anno".

A nostro giudizio questo è il "take away" più importante: gli stessi banchieri centrali hanno dato prova di quanto sia difficile prevedere le dinamiche dell'inflazione e l'esperienza dell'ultimo anno ha mostrato la volubilità delle narrazioni.

Attenzione a non cedere alla compiacenza, quando le cose vanno bene ritenere che continuo ad andare bene è l'insidia da evitare, a maggior ragione se gli indici azionari registrano movimenti record. La prima metà dell'anno è stata generosa con gli investitori, i listini sono stati sostenuti dal presupposto che la Fed sia prossima alla fine del suo ciclo restrittivo e dal settore tecnologico, in modo particolare dalle potenzialità dell'intelligenza artificiale. Le performance sono state trainate da una manciata di società, un elemento che è anche di debolezza, le sorti del listino nei prossimi mesi dipenderanno dalle vicende delle "Magnifiche Sette" (vedi L'Alpha e il Beta del 29 maggio 2023).

Gli investitori valuteranno ciascuno con il proprio punto di vista l'impatto dell'intelligenza artificiale sull'economia, come in un test di Rorschach, ciascuno può vedere quello che vuole.



Ideato da Hermann Rorschach (1884-1922), nel "test di Rorschach" vengono mostrate delle immagini sulle quali gli intervistati esprimono liberamente cosa evocano, o a cosa assomigliano. Il metodo fornisce informazioni sul funzionamento del pensiero.

Se l'inflazione proseguirà nel raffreddamento, sarà difficile per la Fed mettere mano a nuovi rialzi ma, parimenti, la tenuta dell'economia potrebbe rallentare quello stesso raffreddamento. C'è chi scommette che questo sia l'ennesimo ultimo rialzo, un po' come l'ultima sigaretta di Zeno; altri, corroborati dai recenti dati di crescita, escludono con forza l'ipotesi della recessione, altri ancora rispondono che il mercato azionario dovrebbe crollare di oltre il 60% per tornare a condizioni di equilibrio.

Sono previsioni che valgono per quello che valgono, viviamo una fase economica innervata da così tante novità strutturali (l'enormità degli stimoli fiscali e monetari) che il confronto con il passato non è di aiuto e l'attrezzatura dei modelli tradizionali va aggiornata. La recessione potrebbe non essere inevitabile nel breve termine, e questo è anche il nostro scenario principale, l'inversione della curva dei rendimenti e la relazione tra inflazione e disoccupazione individuata da William Phillips potrebbero meritare studi approfonditi ma, sostanzialmente, non sappiamo cosa ci aspetta dietro la prossima curva.

Anche a Francoforte non ci sono state sorprese, l'aumento di 25 punti base della Banca Centrale Europea, nono rialzo consecutivo dal luglio 2022, era ampiamente atteso e scontato.

Come se avesse letto nello stesso spartito di Powell, anche Christine Lagarde ha ribadito la determinazione a far calare l'inflazione che, nonostante sia scesa di molto dal picco del 10,6%, potrebbe rimanere "troppo alta per troppo tempo". Anche

a Francoforte le prossime decisioni saranno determinate dalla qualità dei dati e, come Powell, anche Lagarde ha sottolineato la forte incertezza dello scenario, lasciando aperta la porta all'ipotesi di una pausa.

Rispetto a un mese fa, quando la presidente della BCE parlava di portare i tassi a livelli "sufficientemente restrittivi", il registro è stato più accomodante e il mercato lo ha immediatamente rilevato: giovedì scorso lo Stoxx 600 ha chiuso al livello più alto da quando la Russia ha invaso l'Ucraina nel febbraio 2022, i rendimenti dei bund tedeschi sono calati e l'euro ha piegato un po' il sentiero di rafforzamento rispetto al dollaro.



Le azioni europee sono ai livelli più alti dal febbraio 2022 (fonte Financial Times, Refinitiv).

L'altro grande sorvegliato speciale, nella seconda metà dell'anno, sarà l'economia cinese i cui numeri determinano i numeri dell'economia globale.

La fine della politica dello zero-Covid avrebbe dovuto restituire palco e riflettori alla seconda economia del mondo, con le prevedibili ricadute su catene di approvvigionamento e consumi globali. Non è andata così, il rischio geo-politico è tornato anche nella regione indo-asiatica, l'economia cinese è andata peggio del previsto, consumi, investimenti ed esportazioni sono stati al di sotto delle aspettative. Il calo degli investimenti fissi, l'alta disoccupazione giovanile, otto mesi consecutivi di crescita negativa dei prezzi alla produzione e la staticità dei prezzi al consumo sembrano portare l'economia cinese al freddo della deflazione, qualcuno evoca i decenni perduti del Giappone.

A fiducia degli investitori verso la Cina si è fortemente attenuata, come se fosse stata abbattuta assieme al pallone spia dello scorso febbraio scrivevamo la settimana scorsa, le tensioni diplomatiche e le difficoltà interne alimentano la cautela. Ne

sono consapevoli i membri del Politburo che si sono riuniti pochi giorni fa sotto la guida di Xi Jinping. È stata ribadita la volontà di guidare l'economia fuori da questa fase di contrazione e, nonostante siano stati esclusi interventi massivi fiscali e monetari (la banca centrale cinese non è indipendente), i riferimenti all'urgenza di stimolare la domanda interna sono stati ripetuti e senza equivoci.

Nonostante le sue difficoltà, non si può trascurare la Cina. Il Fondo Monetario Internazionale prevede che le economie della regione del Pacifico dovrebbero contribuire alla crescita globale di quest'anno per circa il 70%. La Cina, che contribuisce per circa un terzo, "rimane un motore fondamentale per la crescita globale" scrive Jian Shi Cortesi di GAM Investments, e i temi strutturali ai quali guardare non mancano: i servizi favoriti dalla riapertura, gli investimenti nella transizione energetica, la tecnologia digitale, anche in Cina la ricerca nell'Intelligenza Artificiale è un driver strutturale.

I tre temi che domineranno la seconda parte dell'anno saranno dunque la qualità della crescita (con particolare attenzione al settore della tecnologia), le azioni delle banche centrali, le azioni del governo cinese per riconquistare la fiducia degli investitori.

"It will be Summer, eventually.

Ladies with parasols

Sauntering Gentlemen with Canes

And little Girls with Dolls ..."

Sarà estate finalmente, scrive Emily Dickinson, anche L'Alpha e il Beta prende una pausa, ci rivediamo a settembre, buone vacanze a tutte e a tutti.



Frank Weston Benson (1862-1951) "Estate" (1909, Rhode Island School of Design, Providence).

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.