

BACK TO DECEMBER

Il mese di novembre ha segnato il riscatto delle obbligazioni dopo anni di patimenti, dicembre darà maggiore visibilità allo scenario: il dato sull'occupazione sarà un utile tassello per comprendere la forza dell'economia americana, l'ultima riunione del FOMC farà conoscere la visione dei membri del Comitato sulla direzione in cui proiettano i tassi di interesse nel 2024

Quanto costerà il denaro nel 2024?

I banchieri centrali non si sbilanciano. Per Jerome Powell la politica monetaria resterà restrittiva fino a quando alla Fed si saranno convinti che l'inflazione starà davvero tornando al 2%, al momento è prematuro parlare di "quando la politica potrebbe allentarsi".

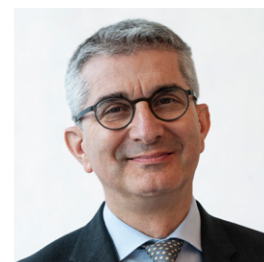
"Sarà un percorso accidentato, nel prossimo futuro l'inflazione farà su e giù", dice il presidente della Bundesbank Joachim Nagel che fa eco al suo omologo americano usando quasi le stesse parole, il calo dell'inflazione è incoraggiante ma è comunque "troppo presto per pensare a una possibile riduzione dei tassi di riferimento".

Il resto del mondo però la pensa all'opposto, l'opinione diffusa è che il ciclo degli aumenti dei tassi sia finito, l'inflazione che rallenta oltre le previsioni ha inaugurato la stagione delle scommesse sui primi tagli. Negli Stati Uniti l'inflazione è scesa a 3,2%, quella "super-core", che esclude alimentari, energia e i beni di prima necessità, è al 2%. Nell'Eurozona è scesa a un sorprendente 2,4%, il livello più basso dal luglio 2021 e prossima al sospirato obiettivo del 2%.

I banchieri centrali sono comprensibilmente preoccupati della propria credibilità, vogliono evitare lo smacco di sbagliare di nuovo le previsioni della traiettoria dell'inflazione, non vogliono essere costretti a tornare sui propri passi.

Si sta però profilando il rischio opposto, sottovalutare cioè la disinflazione e farsi trovare nuovamente in ritardo, questa volta nell'aspettare troppo prima di ridurre il costo del denaro; le conseguenze sarebbero costose per l'attività economica e per i governi alle prese con enormi debiti pubblici.

La pensa così il nuovo Governatore della Banca d'Italia Fabio Panetta che, nell'intervento alla celebrazione dei sessant'anni di storia dell'istituto BCC Iccrea, ha suggerito la possibilità di tagli per "evitare danni inutili all'attività economica e rischi per la stabilità finanziaria".



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



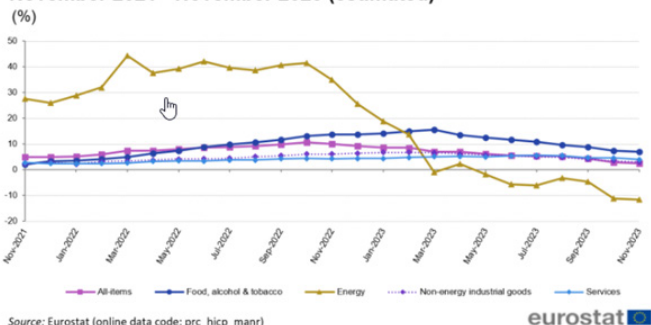
"Back to December", singolo della cantante Taylor Swift. 2010, Fonte: Wikipedia.

Per saperne un po' di più dovremo aspettare ancora qualche giorno, il dato dell'occupazione negli Stati Uniti e l'ultima riunione della Federal Reserve. Venerdì prossimo verrà pubblicato il rapporto sui nuovi posti di lavoro creati a novembre, sarà un utile tassello per comprendere la forza dell'economia americana e le possibili decisioni dei banchieri centrali che si riuniranno la settimana dopo. Nell'ultima riunione dell'anno verrà pubblicato anche il "dot plot", il "grafico a pallini", utile strumento per conoscere la visione dei membri del FOMC (il Comitato Federale che governa la politica dei tassi) sulla direzione in cui proiettano i tassi di interesse nel 2024.

Ma nelle prossime decisioni di policy non ci saranno solamente le variabili economiche, il 2024 sarà un anno elettorale negli Stati Uniti, in Europa e in Gran Bretagna (elezioni locali e forse elezioni politiche anticipate); la miscela di alto costo del denaro, domanda debole e disoccupazione alimenteranno le pressioni politiche per un allentamento dei tassi.

Una condizione particolarmente vera per l'Eurozona: il valore annualizzato delle rilevazioni dell'inflazione core degli ultimi tre mesi è prossimo all'obiettivo della banca centrale ma, dall'altra parte, la crescita dei salari esercita sui prezzi pressioni opposte. È ragionevole attendersi più di una sollecitazione sull'istituto di Francoforte da parte dei paesi con più alto debito.

Euro area annual inflation and its main components, November 2021 - November 2023 (estimated)



Inflazione nell'Eurozona e maggiori componenti. Fonte: Eurostat.

In attesa che a Francoforte temperino le capacità comunicative, non esattamente un loro punto di forza, nelle parole di Powell e nelle minute dei verbali del Comitato si avverte il ridimensionamento del linguaggio aggressivo. L'equilibrio tra i rischi di agire troppo o troppo poco "è quasi bilanciato", ha detto Powell, annotazione interpretabile come apertura a modificare l'attuale "stance" se l'inflazione continuerà a scendere a un passo più veloce del previsto.

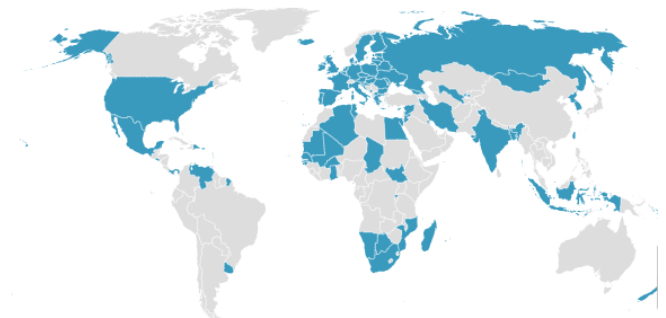
Con dicembre sembra che si torni, finalmente, in un mondo in cui il rischio e il rendimento sono di nuovo prezzati in modo coerente con la realtà, una percezione adulterata dalle misure straordinarie tenute dalle banche centrali così a lungo da diventare ordinarie (citofonare ai dirigenti della Silicon Valley Bank e di altre centinaia di banche regionali).

Tornare alla normalità vuol dire che è il mercato a determinare la ricompensa ritenuta adeguata per dati livelli di rischio di una qualsiasi obbligazione. L'ambiente torna favorevole all'intero sistema finanziario e agli obbligazionisti. Pochi mesi fa ci si interrogava, anche su queste colonne, sulle possibili conseguenze dei piani di incremento delle emissioni governative. Chi sottoscriverà tutti quei titoli una volta chiuso l'ombrello protettivo delle banche centrali, ci si chiedeva. Secondo ordinari criteri di prudenza resta opportuno mantenere una vigile attenzione ai fabbisogni governativi e all'ondata di emissioni dei prossimi mesi: i rendimenti resteranno probabilmente un po' più alti e i sottoscrittori non mancheranno, "le obbligazioni sono in cima alla lista dei desideri di Natale" ha scritto la strategist di una importante casa di investimento.

Novembre ha riscattato mesi di delusioni anche dolorose, per le obbligazioni è stato il mese migliore dal maggio 1985. La curva americana e il dollaro hanno già incorporato le novità scendendo su tutte le scadenze e i primi a beneficiarne sono stati l'oro e il debito emergente, in poche settimane i benchmark dell'asset class hanno registrato una forte ripresa.

Global elections in 2024

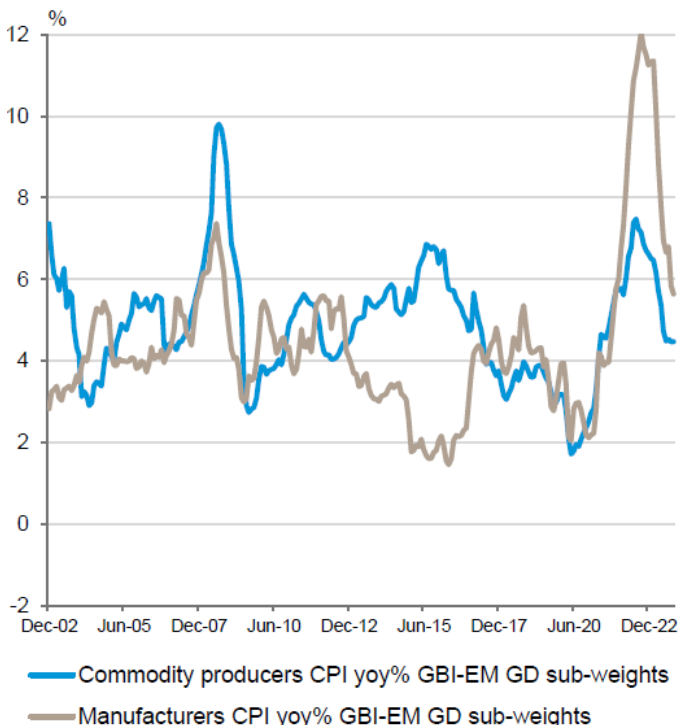
Countries that will hold general elections next year, along with corresponding dates



La mappa dei paesi che andranno alle elezioni nel 2024. Fonte: Center for American Progress.

Storicamente, la riduzione del divario di crescita tra Stati Uniti e altre aree economiche è di aiuto alle economie emergenti, "nell'ultimo mese o poco più, abbiamo avuto segnali che questo scenario potrebbe essere in fase iniziale" scrive Paul McNamara di GAM Investments. I dati dell'inflazione, del mercato del lavoro e le sfumature linguistiche di Powell hanno indebolito il biglietto verde e alimentato le prospettive del debito emergente, soprattutto dei paesi con i tassi più elevati, ad esempio Brasile, Messico o Indonesia.

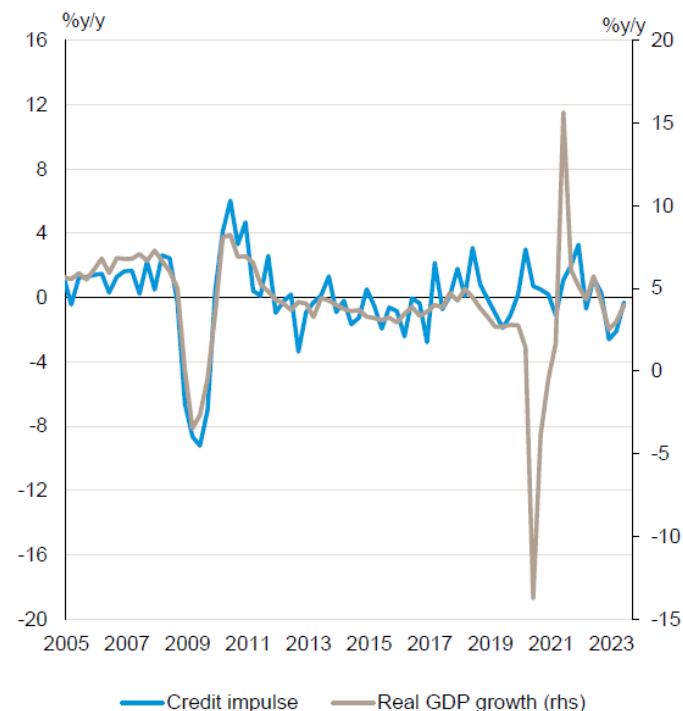
“In generale” aggiunge McNamara, è un fatto che “l’inflazione nei mercati emergenti sia scesa molto più rapidamente che nel resto del mondo e la combinazione di tassi elevati e inflazione in calo è la formula giusta per tutte le strategie obbligazionarie”.



L'inflazione nelle economie emergenti sta scendendo rapidamente. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

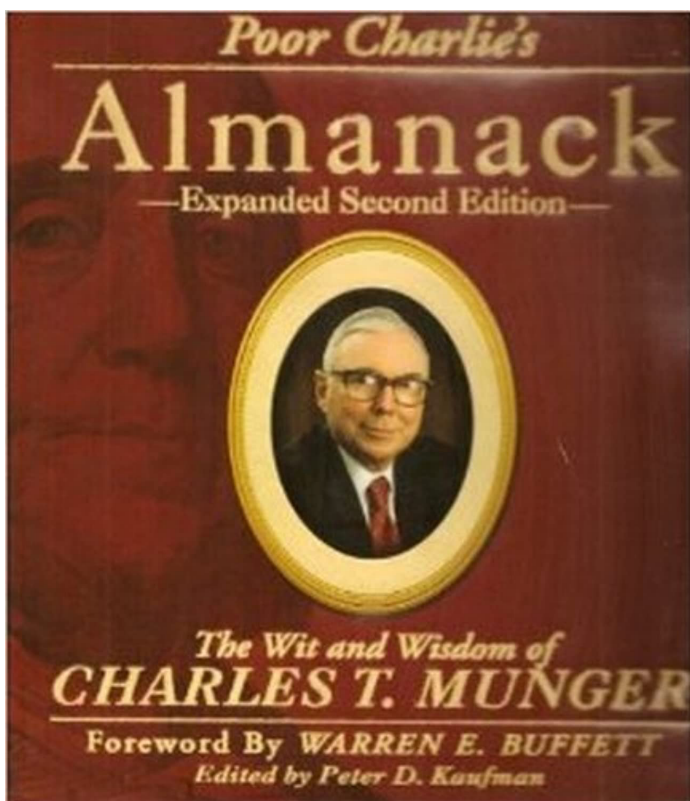
Certo, le vicende nello scacchiere geopolitico sono tornate a esercitare una marcata influenza su tutte le economie del mondo e quelle emergenti sono un po' più vulnerabili. L'inversione della politica monetaria americana ha accelerato le vendite di dollari e favorito le performance del debito emergente ma non dimentichiamo che il dollaro, con buona pace del velleitarismo Brics, resta il luogo della sicurezza, eventuali aggravamenti delle crisi alimentarebbero una ripresa del biglietto verde.

Parlare di debito emergente vuol dire parlare anche di Cina. Nelle scorse settimane L'Alpha e il Beta è tornata più volte sul passaggio strutturale che sta attraversando l'economia cinese ma la relazione positiva tra credito e PIL fa pensare che, almeno nel futuro prevedibile, la crescita continuerà; e se cresce la Cina, crescono le altre regioni emergenti.



Impulso al credito e crescita PIL reale nelle economie emergenti. Fonte: GAM Investments, Haver Analytics.

In tanta incertezza, la cosa certa è che stiamo entrando nel tempo in cui si esaurisce il lag temporale tra le decisioni di politica monetaria e i loro effetti sul sistema; lo scenario più probabile, per noi in GAM, è quello di un rallentamento della crescita e della domanda, della discesa dell'inflazione e dei rendimenti. In particolare, il rallentamento dei prezzi nei generi alimentari accelererà la discesa dell'inflazione nelle economie emergenti.



"Poor Charlie Almanack" il volume raccoglie il pensiero, l'arguzia e l'intuito di C.T. Munger (2005)

Anche grazie a Munger la Berkshire è diventata il colosso che conosciamo, con una capitalizzazione superiore ai 780 miliardi di dollari, una performance media annua del titolo di oltre il 20% tra il 1965 e il 2014, più del doppio rispetto al 10% medio dello S&P 500.

Munger è stato un investitore "value" come il suo socio Buffett, nemico della diversificazione secondo il principio che, se si conosce davvero a fondo l'azienda in cui si investe, il suo management, il suo business, i rischi e le potenzialità, nel lungo periodo si ottengono rendimenti migliori rispetto a un portafoglio altamente diversificato. Ineccepibile, ma il discrimine è in quel "se conosci bene": la diversificazione serve a smussare l'incertezza, non tutti hanno gli strumenti di analisi e l'accesso alle informazioni di Buffett e Munger. E se le condizioni sono diverse dalle loro, chi vuole correre il rischio di fare come loro e puntare tutto sulla scorta di analisi incomplete?

Charlie Munger è stato un grande investitore, un uomo di cultura dall'intelligenza acuta. La sua storia e i suoi scritti restano lezioni importanti per chiunque si occupi di mercati finanziari, ma il suo modello di investimento non è per tutte le tasche, non è un esempio da imitare, almeno non per tutti.

In ultimo, ricordiamo la scomparsa di Charles T. Munger, amico e partner di Warren Buffett da oltre cinquant'anni.

Munger, classe 1924, non amava la notorietà come il suo più celebre socio ma la sua influenza sulle scelte di investimento di Buffett e della Berkshire Hathaway era molto alta, Buffett si fidava ciecamente delle valutazioni dell'amico; quando si trovavano in disaccordo, racconta Buffett, Charlie gli diceva "Warren, pensaci bene e sarai d'accordo con me perché tu sei intelligente e io ho ragione".

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.