

WHAT'S GOING ON

Più o meno nelle stesse ore, Jerome Powell e Christine Lagarde adottavano lo stesso registro accomodante, la fine della lotta contro l'inflazione e il primo taglio dei tassi si avvicinano. "What's going on", cosa sta succedendo: prima delle scelte di investimento viene la comprensione delle forze che stanno modellando lo scenario globale e quello finanziario. L'inversione delle politiche monetarie delle banche centrali coincide con il passaggio dal tempo deflazionistico al tempo inflazionistico

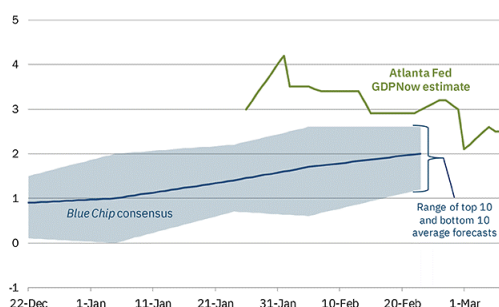
L'appuntamento sarà a giugno.

I banchieri centrali sono passati dall'elogio della cautela al sapore della vittoria e lo fanno sapere.

Nell'audizione al Senato americano giovedì scorso, Jerome Powell ha dichiarato che la banca centrale non è lontana dal tornare a essere fiduciosa sull'esito positivo della lotta all'inflazione, il primo taglio dei tassi è nell'orizzonte di una manciata di mesi.

Il giorno dopo, i dati sull'occupazione americana mostravano 275.000 nuovi posti di lavoro creati in febbraio, sopra le attese ma al di sotto dei numeri effervescenti dei mesi precedenti che, in ogni caso, sono stati rivisti al ribasso. Il Bureau of Labor Statistics ha abbassato il totale dei nuovi posti di lavoro per il mese di gennaio da una lettura iniziale di 353.000 a 229.000 unità. Anche il dato di dicembre è stato ridotto da 333.000 a 290.000 unità. A febbraio il tasso di disoccupazione è salito al 3,9% dal 3,7% del mese precedente, la crescita dei salari rallenta e, con le revisioni al ribasso dei posti di lavoro, la crescita americana sembra meno indifferente alla stretta monetaria.

I prezzi dei futures sui Fed Funds incorporano l'appuntamento con il primo taglio dei tassi di interesse a giugno, cui faranno seguito due, forse tre tagli nel corso dell'anno. Dopo il 3,3% annuo messo a segno nell'ultimo trimestre 2023, per la Fed di Atlanta i primi tre mesi del nuovo anno proiettano una crescita annua di 2,5%.



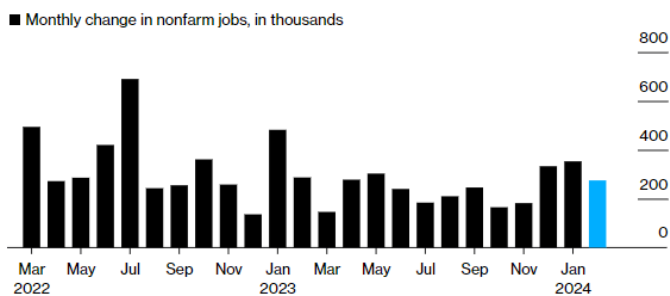
Fed di Atlanta: stime dell'evoluzione del PIL Usa 2024. Stime 1Q al 7/3. Fonte: Federal Reserve Bank Atlanta.

L'economia e il mercato del lavoro hanno resistito. In questi mesi Powell e gli altri membri del Comitato hanno sempre dichiarato che prima di procedere all'inversione della politica monetaria avrebbero voluto vedere un maggiore equilibrio tra domanda e offerta di lavoro, gli ultimi numeri indicano che quell'equilibrio è prossimo.



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

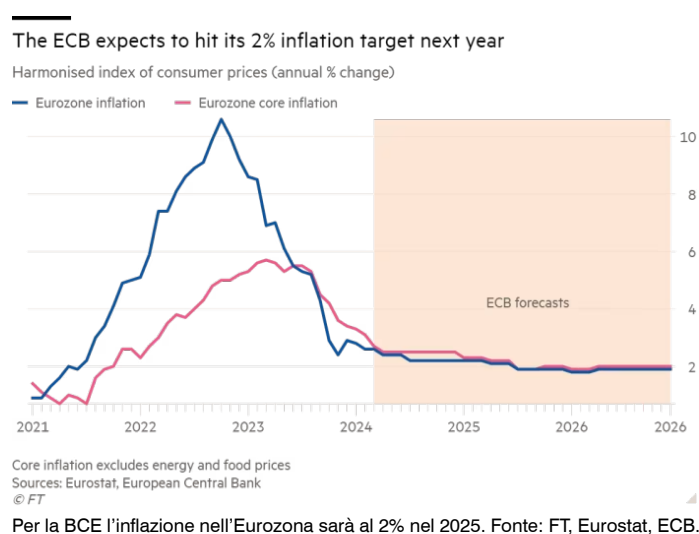
Lo scenario complessivo corrobora ancora l'ipotesi del soft landing, al momento l'economia reale riesce a convivere con le più severe condizioni monetarie, una convivenza però destinata a finire. È necessario un forte atto di fede, scrivevamo poche settimane fa, per sostenere l'idea che l'economia americana continuerà a procedere stabilmente, con abbondanza di posti di lavoro a loro volta volano per i consumi individuali, con l'inflazione in costante diminuzione e gli utili societari in crescita.



I nuovi posti di lavoro ancora sopra le stime, 275.000 vs. 200.000 attesi. Fonte: Bloomberg, valori precedenti le revisioni.

Giovedì scorso, poche ore prima dell'audizione di Powell, il Consiglio Direttivo della Banca Centrale Europea lasciava senza sorprese il tasso di riferimento fermo a 4,50%, 4% il tasso sui depositi delle aziende di credito. È probabile che il filotto di riunioni senza alcuna decisione sui tassi, quattro da quando nel luglio 2022 è cominciato il ciclo di dieci rialzi consecutivi, continuerà in aprile, il primo taglio sarà verosimilmente a giugno, a dispetto dell'affanno dell'attività economica nell'Eurozona. I dati del quarto trimestre hanno mostrato il ritmo più lento della crescita del costo del lavoro per unità di prodotto e dei margini di profitto, si attenua il timore che le imprese alimentino l'inflazione scaricando i maggiori costi del lavoro con l'aumento dei prezzi finali.

Le previsioni sull'inflazione si fanno più ottimistiche, l'obiettivo di inflazione del 2% dovrebbe essere raggiunto nel 2025, il registro comunicativo dei banchieri di Francoforte si fa più accomodante, i mercati prezzano un punto percentuale di tagli entro la fine dell'anno. Anche Joachim Nagel, capo della Bundesbank, ha riconosciuto che "sta aumentando la probabilità di assistere a tagli dei tassi di interesse prima della pausa estiva" ma, naturalmente, non ha mancato di mettere in guardia dal cadere "nell'euforia troppo presto".



Nella conferenza stampa la presidente Lagarde ha comunque ribadito che, nonostante la maggior fiducia sulle prospettive, il Board non è ancora sufficientemente fiducioso per iniziare a tagliare i tassi. Il Fondo Monetario prevede per l'Eurozona una crescita di 0,9%, lo sguardo parziale dei banchieri di Francoforte mette a fuoco gli aumenti delle buste paga ma sembra non vedere la debolezza degli altri indicatori dell'economia reale.

La comunicazione di Lagarde è, nella migliore delle ipotesi, incompleta: lascia intendere che l'appuntamento con il primo taglio dei tassi è a giugno ma che il raggiungimento di quattro tagli quest'anno è ancora un'incognita: "abbiamo cominciato a discutere il ridimensionamento della nostra posizione restrittiva ... buoni i progressi verso il nostro obiettivo di inflazione nonostante non ci siamo ancora arrivati".

La "forward guidance" è stata abbandonata da tempo, ma siamo lontani anche dal linguaggio pragmatico "data driven", le azioni prese in base alla qualità dei dati economici che è stato il mantra dell'ultimo anno. Gli esecuti del linguaggio dei banchieri di Francoforte non hanno riferimenti per decodificarne i messaggi e, come scrive il professor Masciandaro, "affermazioni generiche buone solo per chi scommette, i mercati finanziari, ma dovrebbero bandite dal vocabolario di una banca centrale che voglia guidare in modo responsabile le aspettative".

In assenza di riferimenti ai quali ancorare le aspettative si resta nell'incertezza e "la banca centrale diventa essa stessa un volano di volatilità delle aspettative" conclude Masciandaro.

A proposito di volatilità e incertezza, nel loro "Radical Uncertainty", John Kay e Mervin King spiegano che l'idea del libro nasce da un aneddoto letto sul testo di strategia aziendale "Good Strategy Bad Strategy", una conversazione tra l'autore Richard Rumelt e un collega alla UCLA che gli faceva notare come la domanda più importante nei casi aziendali discussi nei corsi di MBA fosse "what's going on here", cosa sta succedendo.

Nell'esemplificare il senso di quella domanda, Kay e King riportano gli esempi di Winston Churchill e Steve Jobs, due uomini segnati dagli insuccessi (anche sanguinosi, come la disfatta dei Dardanelli nel 1915, esito di un grave errore di valutazione di Churchill), ma che sono stati capaci di rispondere alla domanda chiave "what's going on", cosa sta succedendo.

L'incertezza radicale segnava i primi mesi del 1940, la sostanziale stasi nelle operazioni militari diede il nome di "strana guerra" al periodo compreso tra la fine della campagna di Polonia e l'inizio delle operazioni in Francia. Winston Churchill aveva compreso il "what's going on" di quel tragico periodo, quale fosse la vera posta in gioco. Chissà come sarebbero andate le cose se la Gran Bretagna avesse cercato di negoziare la pace come suggeriva Lord Halifax, rivale politico di Churchill (uno scenario che si sta tragicamente ripetendo).



Il professor Ruggero Bertelli ha ricordato il testo "Radical Uncertainty" nel suo intervento alla 18° edizione del Quant Workshop. Fonte: Diaman Partners.

Anche Steve Jobs aveva compreso con chiarezza quale fosse la posta in gioco nel 1997, al suo secondo rientro in Apple (nel 1985 era stato licenziato dall'azienda che lui stesso aveva fondato).

La scommessa si sarebbe giocata sulla "next big thing", il prossimo evento dirompente che Apple avrebbe dovuto cavalcare prima della concorrenza.

Da lì a poco la "grande cosa" si presentò nella musica. I produttori di musica si opponevano, legittimamente, alla pirateria, la Apple di Jobs si assicurò i diritti per vendere milioni di tracce musicali a 0,99 centesimi attraverso la piattaforma proprietaria iTunes. Il 2002 fu l'anno del successo dell'iPod, le "mille canzoni in tasca".

Il miglior lavoro sulla strategia consiste sempre nel cercare di comprendere innanzitutto cosa sta accadendo, non si tratta tanto di decidere cosa fare, quanto prima ancora riconoscere che è cruciale capire la situazione.

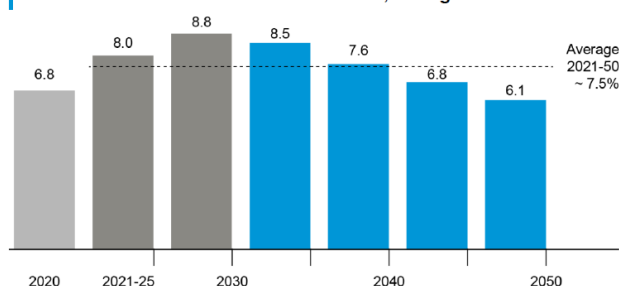
E qual è la situazione ora, "what's going on", cosa sta succedendo?

Proprio come raccomanda Rumelt, prima delle scelte di investimento viene la comprensione delle forze di lungo termine che stanno modellando lo scenario globale e quello finanziario. L'inversione delle politiche monetarie delle banche centrali coincide con il passaggio dal tempo deflazionistico al tempo inflazionistico.

L'inflazione si modererà ma non tornerà a zero, si assesterà probabilmente tra il 2 e il 2,5%, si tornerà a valutare il costo reale del capitale dopo il lungo periodo della Grande Moderazione in cui i valori del capitale erano trascurabili. I mercati si stanno disintossicando dal lungo ciclo di politiche monetarie ultra-accomodanti.

Non sappiamo come sarà il tempo che abbiamo davanti ma sappiamo che sarà molto diverso dai decenni appena trascorsi, l'asset allocation dovrà tenere conto delle nuove condizioni finanziarie, dell'inflazione normalizzata, della fine del deleveraging nelle banche che è stato un fattore deflazionistico. Il sistema bancario è ora ben patrimonializzato e nelle migliori condizioni per affrontare la fase della decarbonizzazione, gli investimenti necessari alla transizione saranno ingenti.

Annual spend on physical assets¹ for energy and land-use systems under an NGFS Net Zero 2050 scenario², % of global GDP



Spesa annuale in asset fisici per l'adattamento di infrastrutture, edifici, fonti energetiche nello scenario NGFS (Network for Greening the Financial System) Net Zero 2050, in % del PIL globale. Fonte: GAM Investments, McKinsey & Co, 13.9.2022.

In questa fase la gestione attiva e un approccio agnostico, ovvero privo di una preferenza verso lo stile "growth" o "value" rivelano la loro utilità: una attenzione esclusiva ai titoli azionari "Quality Growth" avrebbe premiato in passato ma oggi non sarebbe in grado di cogliere le principali dinamiche reflazionistiche e, d'altro canto, un'attenzione esclusiva ai titoli "Value" escluderebbe le potenzialità della crescita strutturale e delle società "disruptive".

Oltre alla tecnologia, sugli scudi da anni, tra i temi di investimento emergono il settore bancario europeo, le cui valutazioni non incorporano ancora il ritorno alla profittabilità degli istituti di credito, le società del lusso, che permettono di scommettere sulla possibile ripartenza della Cina senza una esposizione diretta, le società che a vario titolo verranno coinvolte dalla transizione energetica e dalla decarbonizzazione.

È un tempo complesso, i premi al rischio sono ai minimi e i rendimenti obbligazionari entrano in competizione con gli asset rischiosi, eppure non mancano aree di valore e storie di investimento meritevoli di attenzione.

Torneremo a parlarne nelle prossime settimane.

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.