

NEWSLETTER MAGGIO 2023

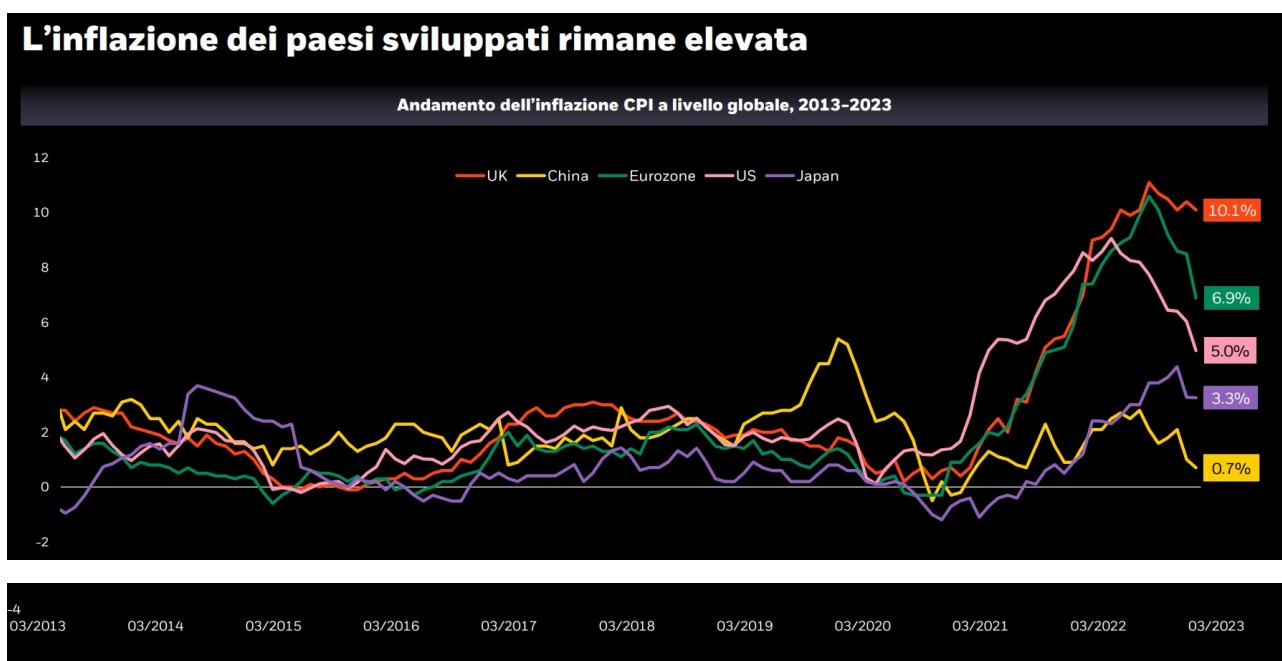


"In attesa di un nuovo ciclo"

di Vanni Lanzoni

Per cercare di capire quale sia lo scenario in cui operiamo e per farci un'idea di quali decisioni dovremmo prendere, occorre riavvolgere il nastro e tornare indietro di qualche trimestre.

Il recente passato (una sintesi drastica)



Dopo un triennio molto positivo per i mercati e per i portafogli, 2019-2021, a partire dal mese di maggio 2021 incominciano a surriscaldarsi i prezzi, inizia a fare la comparsa un parametro macroeconomico che era sparito da un decennio: l'inflazione. In pochi mesi, il valore quadruplica quello che nell'ultimo decennio era il valore obiettivo delle banche centrali, il 2% (*obiettivo dichiarato che rimane ancora a questo livello, ma a cui sarà difficile ritornare, infatti si parla già di un obiettivo spostato al 3%*).

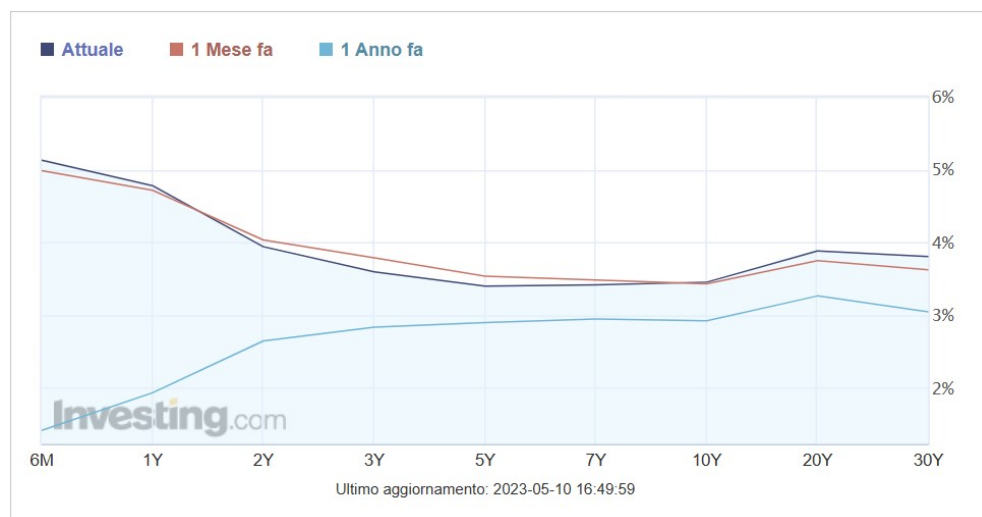
Gli eccessivi stimoli riversati nel sistema durante il periodo covid (*primo errore delle banche centrali*), il lungo lockdown cinese e l'attacco russo nei confronti dell'Ucraina del 24 febbraio 2022 (*rialzo dei costi energetici*), generano un eccesso di domanda sull'offerta portando l'inflazione ad un livello raggiunto solo negli anni 70-80 (*al 9% in Usa, 10,6% in Europa, in Uk rimane ancora sopra il 10%, mentre il fenomeno si dimostra più debole in Cina ed in Giappone*).

Inizialmente, le banche centrali reagiscono in modo molto tiepido, tengono i tassi bassi¹ giudicando il rialzo dei prezzi come un fenomeno transitorio (*secondo errore delle banche centrali*). E così, in un lasso di tempo molto breve, forse senza precedenti, l'inflazione passa dal 2% ai livelli sopra indicati, obbligando le banche centrali ad agire con rialzi dei tassi tardivi quanto violenti.

Si genera così una curva dei rendimenti inclinata negativamente, oltre che alzata (*vediamo quella statunitense*),

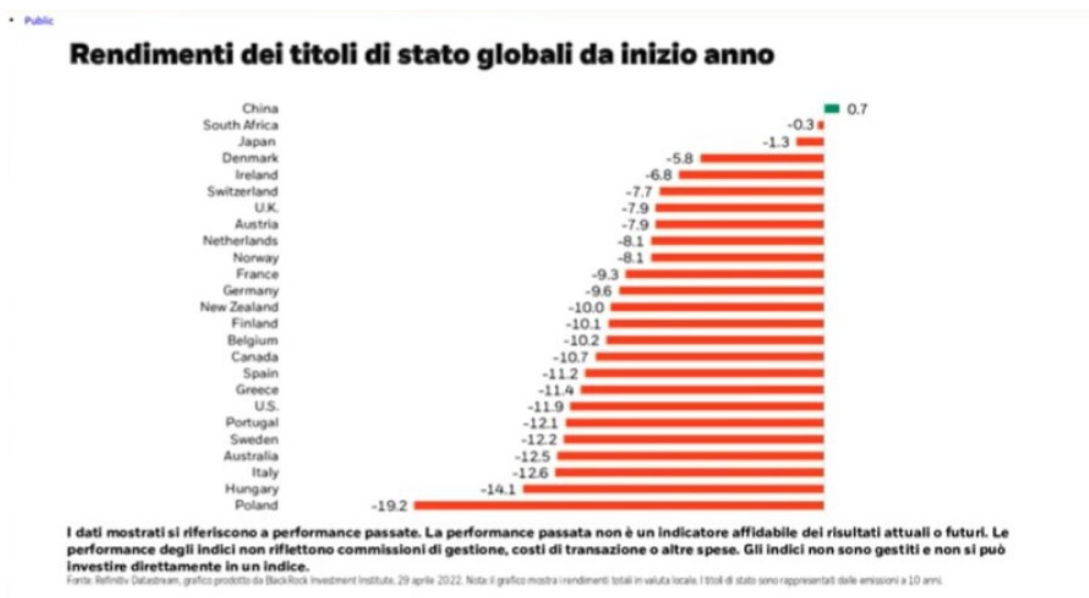
Stati Uniti »

Curva Rendimento



¹ Come è noto, uno degli strumenti più usati dalle banche centrali per contrastare l'inflazione è proprio il rialzo dei tassi di interesse

ossia, investire in titoli di stato a breve rende di più di prima, ma l'anomalia è che è più redditizio investire a breve che a lungo termine². L'effetto di questa novità macroeconomica è che i titoli di stato in portafoglio, (*le obbligazioni in genere*) perdono enormemente di valore, anche qui con pochi precedenti negli ultimi 100 anni.



Oltre alle obbligazioni, anche l'azionario chiude in negativo (*la media mondiale registra -18%*), si salvano solo oro e dollaro, che, come sempre nei momenti di forte discesa dei mercati si dimostrano una buona difesa, e le materie prime.

Il Presente ed il futuro immediato (12-18 mesi, lettura in chiave tattica)

La curva dei rendimenti, inclinata negativamente, mette in difficoltà le banche, le quali sono imprese che raccolgono a breve dai risparmiatori (*conti di deposito*) e prestano alle imprese a lungo (*attraverso le linee di finanziamento*), il guadagno delle banche (*margini di intermediazione*), in questa operazione, è rappresentato dal differenziale dei tassi di lungo su quelli a breve (*curva inclinata positivamente, normalmente tassi a lungo > tassi a breve*). Le banche in maggior difficoltà sono quelle locali americane, le quali, a differenza di quelle europee, non devono sottostare a regolamenti ferrei sulla gestione del rischio di credito (il caso di Credit Suisse è un caso a parte, conseguenza di una cattiva gestione, soggetta a regolamenti svizzeri molto diversi da quelli europei e al quanto discutibili).

² Tecnicamente si definisce spread di duration negativo, il premio per allungare la durata è addirittura negativo

Le suddette banche, come si diceva, si trovano in una situazione ostica dal momento che devono pagare tassi più alti rispetto a quelli che incassano dalle linee di finanziamento ad imprese e famiglie. La situazione è sostenibile nel lungo termine a patto che i depositanti non incomincino ad avere sfiducia nei confronti dell'istituto di credito e non incomincino a ritirare i loro depositi.

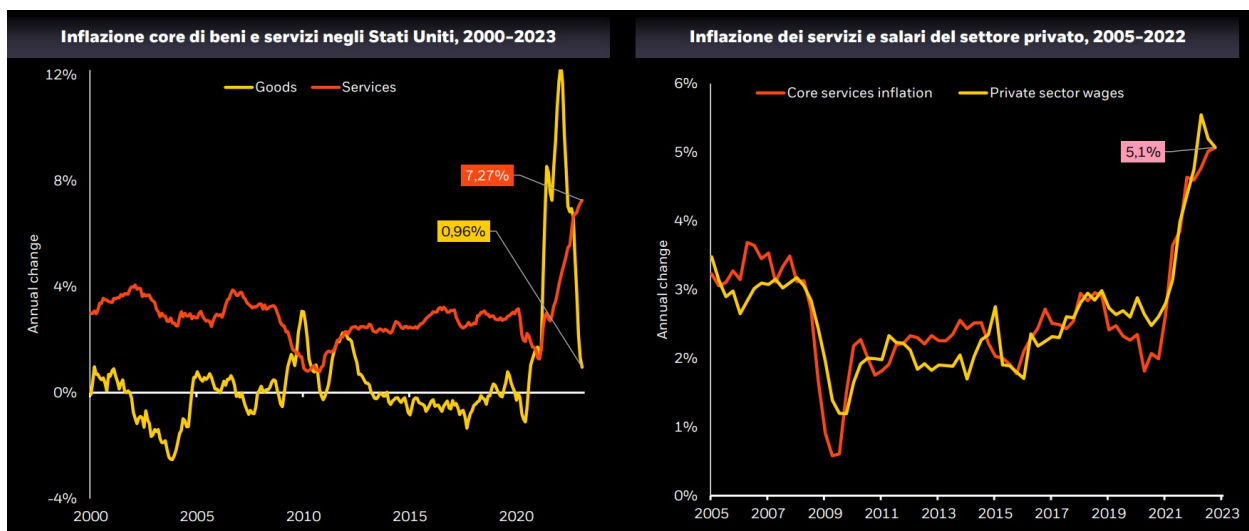
E così è successo per alcune banche, Silicon Valley Bank e First Republic Bank ad esempio, che, nonostante i buoni bilanci ed una discreta solidità, non riescono a far fronte al ritiro della liquidità depositata presso i loro depositi.

In questa situazione, una recessione leggera sembrerebbe una soluzione che permetterebbe di indebolire la forza dell'inflazione (attraverso un aumento della disoccupazione ed una riduzione della crescita dei salari), ma nonostante il violento rialzo dei tassi delle banche centrali, la crescita economica rimane solida. Ma perché i prezzi scendono lentamente e la crescita economica rimane ancora positiva?

Country	GDP	GDP YoY	GDP QoQ	Interest Rate	Inflation Rate	Jobless Rate	Gov. Budget	Debt/GDP	Current Account	Population
United States	23315	1.60	1.10	5.25	4.90	3.40	-5.80	129.00	-3.70	334.23
China	17734	4.50	2.20	3.65	0.10	5.30	-7.40	76.90	2.20	1411.75
Euro Area	14563	1.30	0.10	3.75	7.00	6.50	-3.60	91.50	-1.00	342.89
Japan	4941	0.40	0.00	-0.10	3.20	2.80	-6.40	263.90	1.90	124.95

Le ragioni sono due:

- 1) La prima riguarda il settore dei servizi (*vediamo il caso americano*), come si vede nel grafico sotto, in effetti i prezzi dei beni prodotti stanno scendendo per effetto della riduzione dei costi energetici, ma i prezzi dei servizi si mantengono alti perché il parametro che incide di più è quello dei salari, i quali continuano ad avere una dinamica rialzista.



- 2) La seconda riguarda le politiche fiscali, le quali si mantengono espansive (si continua a fare debito), vanificando, in parte, l'efficacia delle politiche monetarie restrittive (rialzo tassi) delle banche centrali. Da un lato, le banche centrali combattono l'inflazione, dall'altro, gli stati la alimentano. Un po' come essere su una canoa, uno dei vogatori rema in un verso mentre l'altro in direzione opposta. La canoa non si muove, non si va da nessuna parte.

Cerchiamo di capire:

*le banche centrali, fra i vari obiettivi istituzionali, devono mantenere stabile l'inflazione ad un determinato livello

*gli stati, i governi che li rappresentano, sono fortemente attratti dalla conquista del consenso, pertanto sono molto orientati a produrre crescita del **Prodotto Interno Lordo**. La tendenza negli ultimi anni è sempre più stata quella di raggiungere questo obiettivo attraverso l'incremento di debito (soprattutto a partire dal post-covid)³. Per contenere il rapporto debito/Pil diventa più forte la tentazione di contenerli attraverso l'inflazione. Le banche centrali possono essere sinceramente intenzionate a ridurre l'inflazione, ma sanno anche che l'inflazione fa molto comodo perché gonfia il Pil nominale e riduce il rapporto tra debito e Pil. Se il rapporto debito-Pil in questo modo non sale, i governi non hanno a loro volta ostacoli per continuare ad aumentare la spesa. Nel lungo periodo, dunque, le politiche fiscali espansive, di fatto, tendono a comprimere i tassi reali fino a renderli negativi (inflazione > tassi di interesse).

In questo scenario, a questo punto, per i prossimi 12/18 mesi sarà opportuno investire ancora nelle obbligazioni, titoli di stato a breve, 1,2,3 anni. Tenere pronta poi questa parte liquida per incrementare eventualmente la componente azionaria qualora ci fossero cadute dei mercati (un passaggio critico potrebbe essere lo scontro sul tetto del debito pubblico americano).

Il futuro a medio termine (oltre i 24 mesi, lettura in chiave strategica)

Quando si parla di medio-lungo termine, inevitabilmente si deve parlare di obbligazioni a lungo termine ed azioni.

Le obbligazioni a medio-lungo termine, torneranno ad essere interessanti in caso di recessione ed abbassamento dei tassi da parte delle banche centrali, un passaggio necessario per far ripartire un nuovo ciclo favorevole, ma se lo scenario attuale sarà persistente, quindi con una

³ Nella visione prevalente, negli ultimi quattro anni i disavanzi sono una buona cosa nella misura in cui sono prodotti da investimenti pubblici che garantiscono un ritorno in termini di crescita superiore al costo del debito. Secondo la Modern Monetary Theory, d'altra parte, sono semplicemente un modo per creare risorse per l'economia e possono essere ampi quanto si vuole, a condizione che non creino inflazione. In caso di inflazione, secondo la MMT, si aumentano le tasse (che in pratica, in questa visione, non scendono mai), oppure si controbilanciano con politiche monetarie restrittive.

inflazione strutturale più forte del passato, rimarrà un' asset class da sottopesare qualora la crescita economica riprendesse.

Le azioni, ad oggi presentano un premio al rischio molto basso, nel contempo però offrono una buona copertura da inflazione.

Nella prossima newsletter di giugno approfondiremo l'assetto strategico di lungo periodo.

Milano 15/05/2023

Vanni Lanzoni