

BANOR: FED, MISSIONE QUASI COMPIUTA - PAROLA AL MERCATO

di Luca Riboldi* (Il Sole 24 Ore Radiocor Plus) - Milano, 30 set - Dopo tanti anni in cui abbiamo fatto i salti mortali per trovare un parcheggio per investire la liquidità, nel giro di 9 mesi siamo passati da tassi negativi a tassi sul decennale Usa al 4%, quasi al 5% sul BTP e oltre il 2% sul bund tedesco. Il livello nominale raggiunto dai tassi a 10 anni dice di per se poco ma se andiamo a scomporlo tra inflazione attesa e tasso reale scopriremo che i tassi reali sono pari a 150 basis point in Usa, 250 basis point in Italia e zero in Germania. I tassi reali positivi sono l'unico modo per sconfiggere l'inflazione. In effetti il tasso d'inflazione Usa a 10 anni implicito nei TIPS è sceso dal 3% toccato a metà luglio al 2.20% attuale. Obiettivo della Fed, da quando ha iniziato ad alzare i tassi a inizio anno era proprio quello di portare le aspettative d'inflazione in area 2%. Per cui ad oggi missione quasi compiuta. Questo vuol dire che tra qualche settimana la Fed smetterà di alzare i Fed fund? Non crediamo ma dopo il rialzo di ottobre potrebbe fermarsi per un po' per osservare quanto l'economia avrà frenato. Prima di fermarsi o addirittura di abbassarli vorrà essere certa che le aspettative di forte inflazione siano definitivamente sparite.

Fatta questa doverosa premessa, cerchiamo di analizzare la situazione.

La situazione è che il mercato 'è seduto' su una montagna di cash. Sono ben 4.6 trilioni di dollari le masse 'parcheggiate' sui fondi monetari. A questi si aggiungono altri 150 miliardi di dollari di fondi investiti sugli 'ultra short bond funds'. Solamente la scorsa settimana sono confluiti sul mercato monetario ben 30 miliardi di dollari. A questi si aggiungono i depositi bancari. Essi ammontano a 18 trilioni. Di questi, 6.4 trilioni sono considerati 'excess deposits', cioè puro cash che le banche non investono in finanziamenti alla clientela. Solo per fare un raffronto con il passato, nel 2008 tale misura era a 250 miliardi.

Questo è un fattore positivo. Dobbiamo tenerlo in mente. Ci sono soldi da investire. Pronti ad essere impiegati non appena 'sarà il momento'. Il problema è capire 'quando' sarà il momento.

Per ora, opinione condivisa tra gli operatori è che 'il momento' non è ancora arrivato. E questo lo dimostrano i continui afflussi sul mercato monetario. Si preferisce investire in cash e guadagnare il 3%-4% (in dollari) piuttosto che investire nelle altre asset class e assicurarsi un'ulteriore perdita in conto capitale. Questo il semplice ragionamento.

Ma allora? Quando questo cash verrà investito? Quando la Fed (e le altre banche centrali) avranno raggiunto il loro scopo (inflazione in area 2%) o forse anche un pochino prima.

Sappiamo che lo scopo della Fed è quello di mandare l'economia Usa in recessione. Non lo hanno detto in modo esplicito, ma il senso è quello.

Opinione condivisa tra gli operatori è che lo scenario recessivo sia quello più probabile. E che recessione sia.

Affinché si esca da questa crisi finanziaria non è sufficiente che si vada in recessione. È necessario che la recessione sia abbastanza profonda da abbattere la domanda aggregata con ripercussioni sui prezzi dei prodotti, dei beni e dei servizi.

Questa fase è quella più delicata. Non si assisterà ad un processo lineare. Alcuni beni e servizi subiranno un calo piuttosto veloce. Si pensi ai prodotti alimentari, ai capi di abbigliamento e ai prodotti per la casa. Altri servizi quali i costi dei viaggi, ad esempio, subiranno storni dei prezzi solo in presenza di vistosi storni dei costi dell'energia, del carburante in primis. C'è poi il tema degli affitti, che, al contrario, richiederà ancora tempo per dare segnali di storno e pesa ancora molto negli indici dei CPI (consumer price inflation).

Ma prima o poi si raggiungerà un equilibrio. La forza del dollaro sta dando una grossa mano alla Fed nel raggiungimento del suo scopo. Un dollaro forte, sempre più forte, rende sempre più cheap i prezzi dei beni importati. Di fatto aiuta ad importare deflazione in Usa. Questo si traduce in minori prezzi al consumo.

Altro fattore positivo è che nelle ultime settimane abbiamo assistito ad uno storno importante delle materie prime, dai metalli industriali al petrolio. Anche questo si ripercuoterà sui PPI prima e poi sui CPI.

Sempre in queste settimane le asset class finanziarie sono crollate. Il tanto sperato (da parte della Fed) "effetto povertà", si sta realizzando.

Ci vorrà sicuramente ancora del tempo per vedere il bottom delle principali asset class. Per ora l'indice Usa S&P500 ha scontato il rialzo dei tassi ma non un calo degli utili.

Per prezzare completamente uno scenario recessivo l'indice potrebbe perdere un ulteriore 10% (di solito gli utili calano mediamente del 15% durante le recessioni). Tuttavia il rialzo dei tassi a 10 anni potrebbe essere quasi terminato in quanto questo livello di tassi reali (150 bps) agisce da freno sulla domanda aggregata. Riteniamo si debba cominciare ad acquistare obbligazioni a tasso fisso a media/lunga scadenza soprattutto di aziende solide.

Ma la domanda che dobbiamo porci ora è questa. Se dovessimo avere ragione in tema di tassi d'interesse, anche i mercati azionari potrebbero essere vicini al bottom.

Probabilmente conviene iniziare a comprare ora in modo graduale intensificando sempre di più gli acquisti man mano che gli indici calano.

Numeri alla mano parliamo di un ulteriore storno potenziale di circa il 10% per tutte le asset class finanziarie che si tradurrebbe in circa un altro 5% di mark to market di perdita nel caso si acquistasse in modo graduale a prezzi medi nella discesa.

Il trade off è quindi quello di perdere un 5% nel breve a fronte di potenziali guadagni a doppia cifra nel medio lungo periodo.

*Chief Investment Officer di Banor.

"Il contenuto delle notizie e delle informazioni trasmesse con il titolo "Parola al mercato" non può in alcun caso essere considerato una sollecitazione al pubblico risparmio o la promozione di alcuna forma di investimento né raccomandazioni personalizzate a qualsiasi forma di finanziamento. Le analisi contenute nelle notizie trasmesse nella specifica rubrica sono elaborate dalla società a cui appartiene il soggetto espressamente indicato come autore.

L'agenzia di stampa Il Sole 24 Ore Radiocor declina ogni responsabilità in ordine alla veridicità, accuratezza e completezza di tali analisi e invita quindi gli utenti a prendere atto con attenzione e la dovuta diligenza di quanto sopra dichiarato e rappresentato dalla società".

(RADIOCOR) 30-09-22 17:37:30 (0508) 5 NNNN