



Banche Centrali: dietrofront contagioso e tardivo



Autore/i
Frédéric Leroux

Data di pubblicazione
15 Febbraio 2022

Lunghezza
7 minuto/i di lettura

Il 2022 inizia all'insegna dell'inflazione dopo tanti anni in cui la sua costante assenza ha, da un lato, fatto temere l'instaurarsi di una deflazione devastante, e dall'altro ha lasciato molta libertà alle Banche Centrali.

Da oltre un decennio, la persistente lentezza dell'attività economica, unita alla mancanza di dinamismo sul fronte dei prezzi, ha consentito agli istituti di credito emittenti di sostenere l'attività economica, non appena se ne manifestava la necessità, attraverso tagli dei tassi di interesse a breve termine o acquisti di asset obbligazionari, che hanno penalizzato i tassi di interesse sulle scadenze a lungo termine (Quantitative Easing). Le Banche Centrali e i mercati, in base alle aspettative espresse o agli eccessi commessi, "hanno scelto" la politica monetaria da attuare, senza alcun vincolo se non quello dettato dalle loro esigenze.

Era il periodo in cui le notizie economiche negative, più numerose di quelle positive, diventavano buone notizie per i mercati poiché ogni volta inducevano le Banche Centrali a immettere liquidità, il carburante dei mercati con l'indice di ottani più alto. Ma questo accadeva prima e, [come avevamo previsto diversi mesi fa](#) è ormai l'inflazione che, dopo essersi eclissata per molto tempo, "guida le decisioni" di politica monetaria.

Le Banche Centrali possono solo scegliere di piegarsi alle esigenze dell'inflazione. Le Banche Centrali hanno infatti un mandato specifico a cui non possono derogare in modo duraturo. In questo mandato, la stabilità dei prezzi occupa un posto di primo piano; scendere a compromessi con l'inflazione, significa mettersi in una posizione fuorilegge.

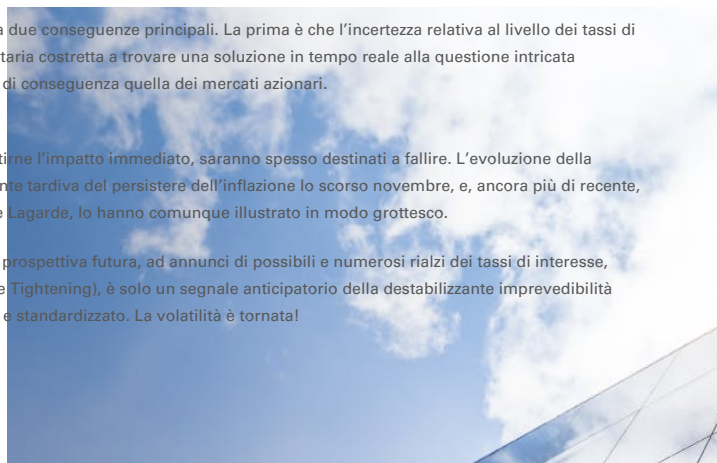
Il ritorno dell'inflazione come principale fattore determinante delle politiche monetarie ha due conseguenze principali. La prima è che l'incertezza relativa al livello dei tassi di interesse futuri aumenta in modo significativo, a seconda degli sbalzi della politica monetaria costretta a trovare una soluzione in tempo reale alla questione intricata dell'inflazione. La volatilità dei mercati obbligazionari è quindi destinata ad aumentare, e di conseguenza quella dei mercati azionari.

I tentativi di comunicare le decisioni di politica monetaria ai mercati "in diretta", per attutirne l'impatto immediato, saranno spesso destinati a fallire. L'evoluzione della comunicazione della Federal Reserve statunitense (Fed), dopo la sua scoperta curiosamente tardiva del persistere dell'inflazione lo scorso novembre, e, ancora più di recente, quella della Banca Centrale Europea (BCE) attraverso la voce del suo Presidente Christine Lagarde, lo hanno comunque illustrato in modo grottesco.

Passare, come è stato fatto, da una posizione negazionista nei confronti dell'inflazione in prospettiva futura, ad annunci di possibili e numerosi rialzi dei tassi di interesse, accompagnati o meno dalla rapida riduzione del portafoglio obbligazionario (Quantitative Tightening), è solo un segnale anticipatorio della destabilizzante imprevedibilità dell'inflazione e della difficoltà di tenerla sotto controllo adottando un processo continuo e standardizzato. La volatilità è tornata!



Fonte: Bloomberg



È nuovamente l'inflazione a guidare le decisioni di politica monetaria!

La seconda conseguenza del comeback dell'inflazione è il fatto che, per adempiere al proprio mandato, le Banche Centrali possono essere indotte a riassorbire liquidità anche se si sta delineando o registrando un rallentamento. E con ogni probabilità, potrebbe essere questo l'orientamento assunto attualmente dagli Stati Uniti, e forse dall'Europa in futuro.

La congiuntura statunitense rappresenta infatti un grande dilemma per la Fed: un rallentamento del tasso di crescita economica da oltre il 5% attuale a un più modesto 2% nell'ultimo trimestre del 2022, mentre l'inflazione dovrebbe mantenersi al di sopra del 7% fino a marzo, tornando successivamente a scendere a un valore ancora troppo elevato del 3% alla fine dell'anno. Questa configurazione economica giustifica l'inasprimento monetario, finalizzato a garantire che l'inflazione possa avvicinarsi in modo soddisfacente all'obiettivo del 2%.

Questa stretta monetaria, in un contesto di lungo periodo in cui il consensus di mercato non crede né che l'inflazione possa restare a lungo lontana dal proprio obiettivo, né a una crescita costantemente vigorosa, rappresenterà una fonte di ansia (ci sono passati 40 anni di disinflazione e oltre 20 anni di crescita lenta). Alcuni si appelleranno all'errore di politica monetaria, altri al rischio di ripresa delle pressioni deflazionistiche.

Lo scetticismo nei confronti dell'inflazione può avere un impatto significativo, che la Banca Centrale statunitense potrebbe volere attenuare: con ogni probabilità il moltiplicarsi dei rialzi dei tassi di riferimento sarà accompagnato da un aumento più ridotto dei tassi a lungo termine (appiattimento della curva dei rendimenti), dato che i mercati continuano a ritenere che la reazione della Fed basterà a neutralizzare le aspettative di inflazione e di crescita, mantenendo quindi i tassi a lungo termine a livelli relativamente bassi.

Questa situazione potrebbe non piacere alla Federal Reserve, che potrebbe quindi pensare che l'aumento ridotto dei tassi di interesse a lungo termine possa rendere inefficace la sua politica di inasprimento monetario. La Fed, infatti, ha soprattutto bisogno di raffreddare il mercato immobiliare che mostra molti segnali di surriscaldamento. Tale mercato è influenzato dai tassi a lungo termine, che la Fed deciderà di aumentare in misura sufficiente a innescare il rallentamento.

Negli Stati Uniti, il mercato degli immobili residenziali è infatti diventato sempre più speculativo con la crescente partecipazione di investitori in cerca di rendimento, anziché a discapito degli acquirenti costretti a inseguire l'aumento dei prezzi al metro quadro. Tale situazione ci fa ritenere che l'arma della riduzione del bilancio della Banca Centrale statunitense verrà utilizzata a partire da quest'anno, poiché ha un effetto diretto sui tassi di interesse a lungo termine.

La situazione statunitense sarà determinante per la politica monetaria europea

È possibile che il Presidente della Federal Reserve, Jerome Powell, nel suo brusco dietrofront abbia anche tenuto conto del fatto che questo ciclo economico è diverso da tutti gli altri? La stretta monetaria viene infatti attuata in un momento in cui gli operatori economici si trovano in una situazione finanziaria favorevole, resa possibile dai massicci sostegni fiscali e monetari messi in atto per fronteggiare gli effetti della pandemia, in grado di rendere i consumatori meno vulnerabili di fronte a un inasprimento monetario.

Tuttavia, non possiamo ignorare lo scetticismo del consensus di mercato nei confronti della sostenibilità dell'inflazione statunitense. I timori di deflazione che hanno caratterizzato i mercati negli ultimi dieci anni sono ancora estremamente reali, nonostante la fase di inflazione attraversata attualmente dall'economia globale. La prospettiva che l'inflazione possa tornare al 2,5% entro due anni è credibile, anche se apparentemente non tiene conto di alcune inversioni di tendenza strutturali potenzialmente inflazionistiche, come il prezzo dell'energia, la riduzione del tasso di risparmio per motivi demografici, o le delocalizzazioni industriali programmate.

A breve termine, benché il rallentamento atteso dell'economia abbia un effetto più marcato del previsto sull'inflazione, la svolta dell'inasprimento monetario atteso potrebbe essere gradualmente rivista al ribasso, tanto più che riteniamo che la Fed possa voler parzialmente temporeggiare in tal senso, per quanto possibile. Non siamo quindi al riparo da sorprese positive sul fronte monetario, ma questo non rappresenta il nostro scenario di riferimento.

Per quanto riguarda Christine Lagarde, che presiede le sorti monetarie dell'Europa, il suo recente e radicale cambio di toni spiana la strada a un probabile inasprimento monetario a partire da quest'anno. È quindi possibile ricercare l'origine "dell'illuminazione", che ha determinato la sua nuova conversione, partendo dal momento in cui buona parte dell'inflazione europea è attualmente dovuta a una causa esterna, su cui la BCE non ha alcun controllo: i prezzi dell'energia.

Prevede trattative salariali ostili in tutto il Vecchio Continente che potrebbero portare l'Europa verso le dinamiche inflazionistiche degli Stati Uniti, in atto da quasi un anno? Il timore pare fondato. Bisogna diffidare di una situazione in fase di stallo da troppo tempo, ma conviene innanzitutto tenere d'occhio la situazione americana che sarà determinante per la politica monetaria europea.

L'anno che inizia si preannuncia sicuramente volatile, entusiasmante e ricco di opportunità. Uno di quegli anni ricchi di sfide e stravolgimenti, più in sintonia con la nostra vocazione di gestori attivi, rispetto a quelle annate monolitiche in cui la performance è il risultato frustrante di una decisione banale e unica: conservare gli investimenti, in modo passivo.

[Per scoprire le nostre ultime analisi di mercato](#)

Strategia di investimento

Obbligazioni

Il forte movimento al rialzo dei tassi di interesse iniziato a metà dicembre è proseguito all'inizio dell'anno.

Questo rialzo si inserisce in una logica di continuità delle dinamiche di mercato avviate sei mesi fa, in un contesto di prospettiva di normalizzazione generalizzata e particolarmente rapida delle politiche monetarie. Gli investitori continuano a prevedere nuovi aumenti dei tassi di interesse a breve termine, sulla scia di dati statistici sull'inflazione che non smettono di sorprendere, dato che le previsioni del picco di inflazione vengono inoltre costantemente posticipate sia in termini di intensità² che di momento in cui ciò si verificherà.

Vanno puntualizzati due aspetti importanti in merito a questa situazione. Innanzitutto, sebbene accompagnati dall'appiattimento della curva³, i tassi di interesse a lungo termine sono anch'essi aumentati. Il tasso di interesse decennale tedesco è quindi tornato nuovamente in positivo, mentre i tassi statunitensi a 10 anni e a 30 anni hanno superato soglie tecniche significative⁴. Inoltre, il movimento al rialzo dei tassi di interesse è stato generalmente sostenuto dai tassi reali e non dalle aspettative di inflazione, in particolare negli Stati Uniti. Ciò lascia presagire un previsto inasprimento delle condizioni finanziarie, che alimenteranno l'aumento dei premi per il rischio sui mercati del credito e su quelli emergenti, penalizzati inoltre dalle tensioni tra Russia e Ucraina.

In questo contesto, abbiamo continuato a ridurre le esposizioni ai mercati del credito, attraverso l'acquisto di coperture e prendendo profitti su alcune obbligazioni, e aperto nuove posizioni sui mercati emergenti che sono stati penalizzati in modo indiscriminato nonostante l'eterogeneità dei loro fondamentali. Sui mercati obbligazionari abbiamo mantenuto, e in alcuni casi anche rafforzato, le posizioni corte nei tassi core.

Azioni

Finora, la volatilità registrata sui mercati obbligazionari da diversi mesi a questa parte⁵, è risultata abbastanza contenuta sul fronte azionario. La situazione è ormai mutata. La prospettiva di riduzione degli stimoli monetari, importante fattore di sostegno per i titoli azionari, ha finito per colpire le Borse mondiali. Tuttavia, il contrasto tra il settore dell'energia (a quasi +20% nel mese di gennaio) e i settori dei consumi discrezionali e dell'immobiliare (in flessione di -10%) la dice lunga su ciò che ha animato le dinamiche dei mercati.

Già presente nel 2021, è aumentata la differenza in termini di performance tra lo stile "value" e quello "growth", con il divario tra i due che ha raggiunto livelli massimi (oltre il 7% di sovraperformance a favore degli indici "value" a gennaio, la prima volta in 20 anni!). Questa situazione è determinata dai fattori "macroeconomici", attualmente prevalenti, con l'attenzione rivolta alle pubblicazioni relative all'inflazione, ai movimenti dei tassi di interesse, alle dichiarazioni delle Banche Centrali a discapito dei fondamentali microeconomici delle imprese, le cui valutazioni sono calate.

In questo contesto turbolento, la nostra strategia azionaria core è incentrata sia su società in crescita ad alta visibilità che su titoli difensivi. Mentre la crescita economica si sta normalizzando e l'inflazione si sta dimostrando persistente, è importante focalizzarsi sui titoli "growth" di qualità che vantano potere di determinazione dei prezzi.

A nostro avviso, i mercati hanno reagito in modo eccessivo al movimento sostenuto dei tassi di interesse. Siamo inoltre convinti del fatto che in tempi brevi i fondamentali delle imprese torneranno a essere determinanti, il che dovrebbe favorire i titoli di qualità. La pubblicazione dei risultati trimestrali e delle prospettive delle società in questo mese potrebbe consentire l'avvio di queste nuove dinamiche.

A livello più tattico, da un lato abbiamo coperto una parte dei nostri investimenti azionari, e dall'altro abbiamo introdotto in portafoglio posizioni che presentano una correlazione positiva con l'aumento dei tassi di interesse e con un contesto di inflazione persistente. Il contesto inflazionistico potrebbe favorire il settore delle materie prime, mentre le banche potrebbero trarre vantaggio da tassi di interesse più alti.

Fonte: Carmignac, Bloomberg, 04/02/2022

¹Dopo la settimana in cui la Federal Reserve, la Bank of England e la Banca Centrale Europea hanno inasprito i toni nei confronti dell'inflazione.

²Il picco dell'inflazione era previsto per novembre; si dà ormai generalmente per scontato che si registrerà a febbraio o marzo, e che sarà pari a circa il 5,5 % annuo nell'Eurozona.

³L'aumento è stato più marcato sulle scadenze a breve termine, influenzate dall'andamento delle politiche monetarie rispetto a quelle a lungo termine.

⁴Registrano ormai un andamento a un livello superiore alla loro media mobile a tre anni.

⁵A livelli pari a 90, l'indice MOVE ha superato i livelli massimi di marzo 2020.

Questo è un documento pubblicitario. Il presente articolo non può essere riprodotto, totalmente o parzialmente, senza la previa autorizzazione della società di gestione. Non si tratta né di un'offerta di sottoscrizione né di una consulenza d'investimento. Le informazioni contenute nel presente articolo possono essere incomplete e potrebbero subire modifiche in qualsiasi momento senza preavviso. Le performance passate non sono un'indicazione delle performance future. Il riferimento a titoli o strumenti finanziari specifici è riportato a titolo meramente esemplificativo per illustrare titoli attualmente o precedentemente presenti nei portafogli dei Fondi della gamma Carmignac. Tale riferimento non è volto pertanto a promuovere l'investimento diretto in detti strumenti né costituisce una consulenza di investimento. La Società di Gestione ha la facoltà di effettuare transazioni con tali strumenti prima della pubblicazione della comunicazione. I portafogli dei Fondi Carmignac possono essere modificati in qualsiasi momento.