

Kairos Partners Sgr: «Alla Fed la prima mossa»



A colloquio con Rocco Bove, head of fixed income di Kairos partners Sgr

Come sono cambiate le aspettative delle banche centrali alla luce dei recenti dati sull'inflazione e del contesto macroeconomico?

«In estrema sintesi direi che si è colmato il divario tra ciò che il mercato si attendeva, o forse sperava, e quanto invece la Fed e la Bce affermavano, o era d'uopo che dicessero. Queste ultime, nel rispetto del loro ruolo e in coerenza con quanto affermato, cioè che le loro decisioni sarebbero dipese dai dati, hanno mantenuto ferme le loro posizioni, raffreddando così le aspettative di chi si attendeva un immediato allentamento delle politiche monetarie. È quindi accaduto che il mercato si sia trovato costretto a rivedere le proprie attese e a riposizionarsi di conseguenza».

Ma perché questo gap si è chiuso?

«Nello scontro, ovviamente teorico, tra le banche centrali e il mercato, è successo che siano stati i dati macroeconomici a dirimere la contesa in atto e, per così dire, a svolgere il ruolo di arbitro. I vari indicatori pubblicati di recente hanno dimostrato palesemente una resilienza del ciclo economico e dell'inflazione. Il messaggio che ne è derivato è che non c'è alcuna urgenza di agire sulla leva tassi d'interesse nel primo trimestre dell'anno. Ciò ha provocato un riprezzamento delle curve dei rendimenti, nello specifico dei titoli governativi, e ha riproposto una domanda di natura puramente tattica e non di posizionamento strategico:

quando, come e quanto saranno tagliati i tassi d'interesse, visto che sembra improbabile che ciò non avvenga. In questo contesto, per la prima volta dopo diversi mesi, si è assistito a un mercato azionario e del credito positivo, con i tassi in risalita».

Nessuna contraddizione in quest'ultima sua considerazione?

«Negli ultimi due anni i risky asset si sono mossi in totale sincronia, forse addirittura eccessiva, con i tassi d'interesse, con una correlazione uno a uno. Dopo un biennio, questo rapporto si è rotto: i tassi aumentano perché il ciclo economico tiene, mentre gli investimenti rischiosi crescono perché l'economia mostra segnali di una resilienza superiore alle attese. Siamo così entrati in una fase che leggerei in modo costruttivo: il tasso risponde all'input inflazione/ciclo e non è più l'unico driver del mercato, lasciando così spazio alla possibilità che vengano prese in debita considerazione variabili quali gli utili aziendali, i dati di bilancio e il ciclo economico nella sua interezza. È finito così un lungo connubio e si è entrati in una nuova fase, anche se ci sono state indubbiamente alcune sorprese».

A cosa fa riferimento?

«I dati sui prezzi al consumo sono stati marginalmente più forti delle attese, ma ciò va letto solo da un punto di vista tattico: i prezzi scenderanno, anche se è possibile che l'inflazione impieghi più tempo a rientrare e, di conseguenza, le banche centrali potrebbero attendere più a lungo prima di cambiare la politica monetaria».

E se ci si trovassimo invece dinnanzi a un'economia o a un'inflazione più forte delle aspettative?

«Innanzitutto una premessa. Per il momento, non c'è stato un soft landing, bensì un "no landing", in particolare dell'economia americana, dove non è insolito che, ad esempio, il mercato del lavoro sorprenda al rialzo. Tuttavia, la vera novità è arrivata dai bilanci delle aziende, che forse hanno imparato le lezioni dalle crisi precedenti e hanno affrontato questi due anni con una leva finanziaria più contenuta, meno debito e più pronte, di conseguenza, ad affrontare una stretta creditizia. Ma se si può supporre che le imprese negli anni siano diventate meglio attrezzate e più inelastiche al rialzo dei tassi, è pur vero che la tenuta dell'attività economica le ha probabilmente sostenute a contenere gli effetti negativi di politiche monetarie restrittive. Detto ciò, ci sono due scenari di coda che potrebbero realizzarsi. Il primo riguarda la possibilità che l'inflazione rimanga elevata e non vi sia alcun taglio dei tassi: è uno scenario che i prezzi del mercato non riflettono ed è foriero di elevata volatilità. Le probabilità che ciò avvenga sono, a mio parere, molto contenute, visto che sono stati diversi i segnali che indicano una disinflazione in corso e alcuni di questi sono di natura strutturale. Ci potrebbe essere un contesto in cui l'indicatore dei prezzi al consumo rimanga più alto di quanto non ci si aspetti, tuttavia ritengo improbabile che l'assestamento avvenga a livelli elevati. L'altro scenario è il "goldilocks", che io definisco come il migliore dei mondi possibili: non c'è inflazione, ma neppure recessione, e le banche centrali tagliano con un leggero ritardo. È possibile che ciò avvenga, ma rimane sempre uno scenario di coda. Come spesso accade in finanza, è probabile che ci si troverà in un ambito in cui prevarrà una situazione che sta a metà tra i due estremi delineati: il ciclo non andrà in recessione, ma soprattutto in Europa rallenterà, mentre l'inflazione, per quanto in discesa, creerà un po' di volatilità. Ciò significa che ci saranno alcuni tagli, non immediati, magari meno pronunciati nell'entità, ma pur sempre in un contesto di allentamento monetario. Siamo in una fase di transizione che andrà gestita in modo tattico e facendo degli aggiustamenti al palesarsi degli accadimenti, senza rivedere la strategia di fondo».

Tornando alle decisioni delle banche centrali, la resilienza economica è pronunciata negli Stati Uniti, ma lo stesso non lo si può affermare per l'Eurozona. Pensa che ci sia la possibilità che la Bce anticipi la Fed?

«In Eurozona il ciclo è più debole e l'inflazione è meno vischiosa: potrebbero quindi esserci le condizioni perché ciò avvenga, ma vedo questo fatto improbabile. Rimango della mia idea che sarà Jerome Powell a dare il là al cambiamento, seguito a ruota da Christine Lagarde, per ragioni puramente pragmatiche e anche per evitare gli effetti che ciò potrebbe causare e con il rischio di toccare delicati equilibri politici. È chiaro che se dovessero esserci alcuni fattori esogeni, magari di natura geopolitica, tali da impattare in prima istanza il Vecchio continente, la situazione potrebbe cambiare ma, ceteris paribus, toccherà a Washington la prima mossa».

Quindi non resta che seguire le dichiarazioni dei vari membri delle banche centrali?

«Sì, ma con un caveat. Va infatti ricordato che compito della banca centrale è non sorprendere il mercato nelle sue decisioni. Ciò comporta che, fino a quando non si saranno allineate le condizioni perché ci sia un cambiamento di politica monetaria, tutte le dichiarazioni non faranno trapelare nulla che apra spazi a speculazioni sulle decisioni future: è una questione di coerenza cui le istituzioni centrali si devono attenere. Il cambio di retorica avverrà solo quando ci sarà la certezza che nel meeting successivo si procederà con il taglio dei tassi. Veniamo dal più grande e concentrato ciclo di inasprimento di politica monetaria dei mercati finanziari: sino a che i dati non dimostreranno altrimenti, le banche centrali continueranno ad avere un linguaggio da "falco" per preservare la loro credibilità e a loro verrà riconosciuto il merito di avere guidato l'economia fuori dalle secche dell'inflazione senza ucciderla. Credo che sia fondamentale che chi opera sul mercato comprenda appieno questo concetto».

Vuole dire che nulla accadrà all'improvviso?

«Le banche centrali non devono mai impegnarsi in anticipo. Quando le condizioni lo renderanno possibile, ci saranno dei commenti, non necessariamente durante gli incontri ufficiali, dove la retorica comincerà a fare trasparire il cambiamento in arrivo. Nessuna sorpresa, ribadisco, perché le istituzioni centrali hanno il compito di guidare i mercati, senza accomodarli».

E a proposito di sorprese, a livello macroeconomico c'è stato qualcosa che l'ha colto di sprovvista?

«La tenuta dell'economia. Sino allo scorso settembre, sul mercato veleggiava lo spettro di una recessione alle porte, visto il consistente rialzo dei tassi cui si era assistito: non è sinora accaduto e le aziende si sono mostrate più pronte del previsto ad affrontare la situazione economico-finanziaria».

Quanto descritto come impatta, secondo lei, il mercato dei governativi e del credito?

«Il mercato dei titoli governativi ha registrato una flessione importante: è l'asset class del reddito fisso che è stata più penalizzata ed è più attrattiva rispetto a due mesi fa. All'interno di questo segmento, privilegiamo la parte intermedia della curva dei rendimenti per ragioni di valutazione e volatilità: ha più valore ed è meno soggetta alle dinamiche dell'inflazione, che è ancora lontana dall'essere un lontano ricordo. Il mercato del credito va bene per ragioni, sia fondamentali, sia tecniche. In merito a quest'ultimo aspetto, c'è stato un numero record di nuove emissioni che allontana il rischio di un sovraffollamento nel

ricorso al mercato al momento del taglio dei tassi. Inoltre, è un segnale molto significativo, perché, dopo tanto tempo, il mercato del credito si è riaperto e ha permesso alle aziende di rifinanziarsi».

Ma perché rifinanziarsi prima di un taglio dei tassi?

«Perché per un'azienda è più importante avere accesso al mercato che il livello assoluto dei tassi ai quali si rifinanzia. Il rifinanziamento del debito è un concetto rolling, che non si soddisfa con un'emissione ed è per questa ragione che la priorità è avere accesso al mercato, altrimenti si rompe il meccanismo di funding».

Come posizionarsi sul mercato obbligazionario?

«Ci piacciono i titoli finanziari per le basse valutazioni in termini relativi e per la solidità delle banche. Per quanto riguarda la parte del credito, continuiamo a ritenere interessante l'investment grade, ma, in prossimità di un taglio dei tassi, riteniamo che si possano considerare anche emissioni di rating inferiore, come la parte alta del comparto Hy (BB), senza però scendere nella parte più bassa (CCC). Infine, non ci si dovrebbe dimenticare dei mercati emergenti: se inizia l'allentamento delle politiche monetarie, il ciclo economico tiene e la geopolitica non riserva sorprese negative, crediamo che vadano riconsiderati con rinnovata positività».