Investimento Custodito - Boutique FInanziaria SRL
P.I. 14613431007

INVESTIMENTO
CUSTODITO

Tightening cycle

cosa succederà sui mercati e perchè oggi si sottostimano questi rischi

SCENARI ECONOMICI E DI MERCATO -
UN AGGIORNAMENTO DAL NOSTRO CIO

INVESTIMENTO CUSTODITO - CENTRO STUDI E RICERCA

Tightening cycle: cosa succederà sui mercati e perchè oggi si sottostimano questi rischi

INVESTIMENTO CUSTODITO - CENTRO STUDI E RICERCA

Author:

Gabriele Galletta
CEO & Senior Analyst at Investimento Custodito

Investimento Custodito - Boutique FInanziaria SRL
P.I. 14613431007

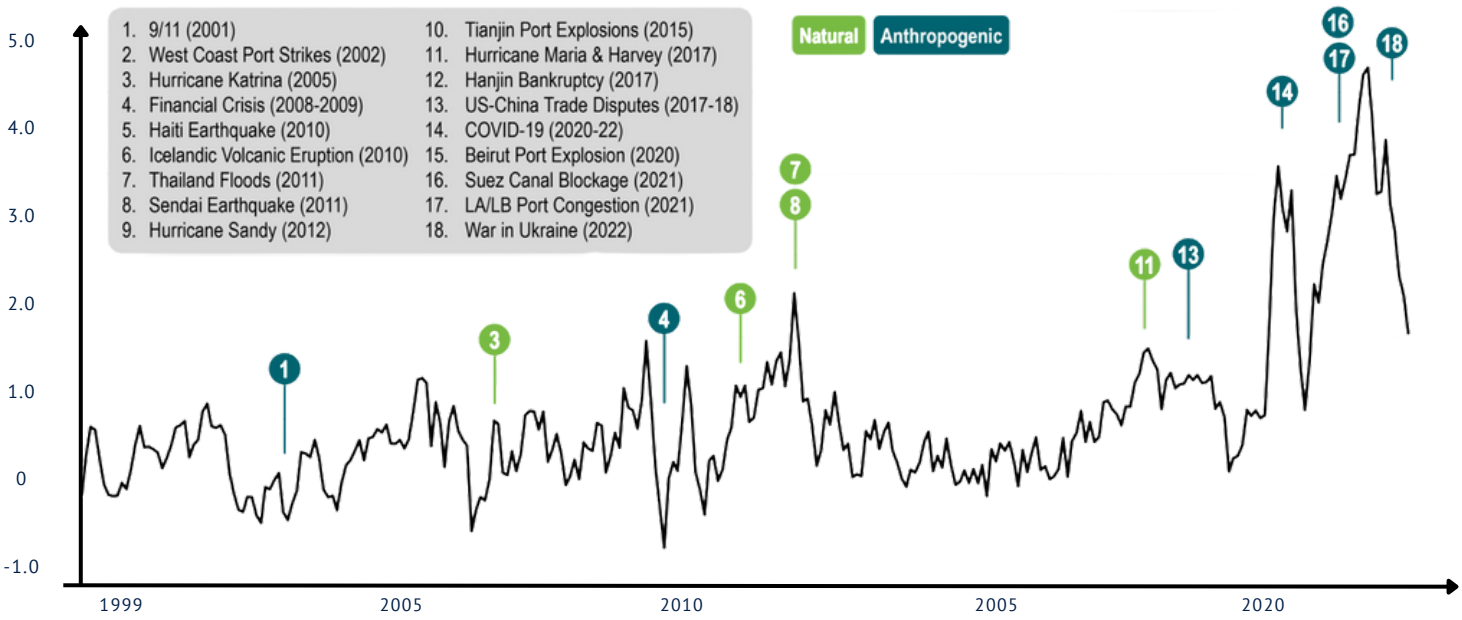
INVESTIMENTO
CUSTODITO

UNDERSTANDING INFLATION

Per molti mesi, abbiamo osservato diversi illustri commentatori affermare che l'inflazione fosse soltanto un problema di offerta e che questa poteva derivare in particolar modo dalle pressioni sulla catena di approvvigionamento, esacerbate, durante il 2022, dalla guerra in Ucraina

Nel corso del 2022, le pressioni sulla Supply Chain, che avevano iniziato a manifestarsi nel 2021, si sono attenuate, senza che però questo fattore si traslasse su una riduzione sostanziale dell'inflazione, che solo alle porte del 2023 (in netto ritardo con i cali segnati dal GSCPI) ha iniziato a mostrare segni di rallentamento. Le pressioni sulla catena di approvvigionamento hanno ovviamente avuto un ruolo nella crescita dell'inflazione, così

GLOBAL SUPPLY CHAIN PRESSURE INDEX E CAUSE DI BLOCCO AGLI APPROVVIGIONAMENTI

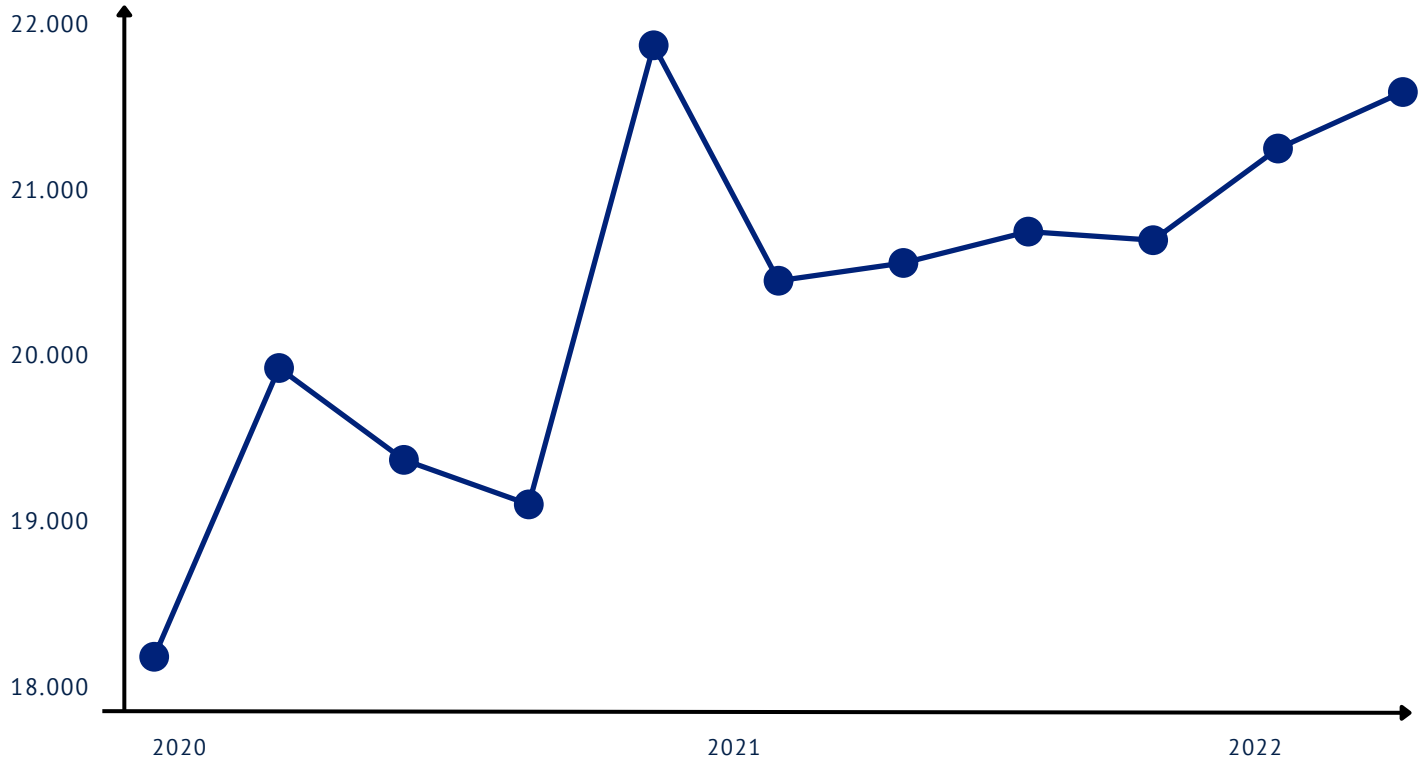


Fonte: Elaborazione Centro Studi Investimento Custodito su dati transportgeography.com

come la crisi energetica, conseguente alla guerra in Ucraina, ha esacerbato l'inflazione in Europa e l'ha resa molto più resiliente e persistente che in USA: ma questa, come più volte ho avuto modo di dire, è stata *benzina sul fuoco*, fuoco appiccato durante la pandemia Covid-19 a seguito di politiche monetarie e fiscali super-espansive da parte di governi e banche centrali di USA e Europa.

In Europa e in USA, la prima parte dell'inflazione è stata indotta dal maggiore reddito finanziato dalla spesa governativa e dalla maggiore quantità di denaro in circolazione; nella seconda fase, la crescita del reddito disponibile si è auto-finanziata, portando ad una maggiore crescita del reddito complessivo - **che la spesa del Policy Makers ha generato** - spingendo l'inflazione ancora più in alto: ovviamente, la catena produttiva non è riuscita a tenere il passo di questa crescita di

US PERSONAL INCOME



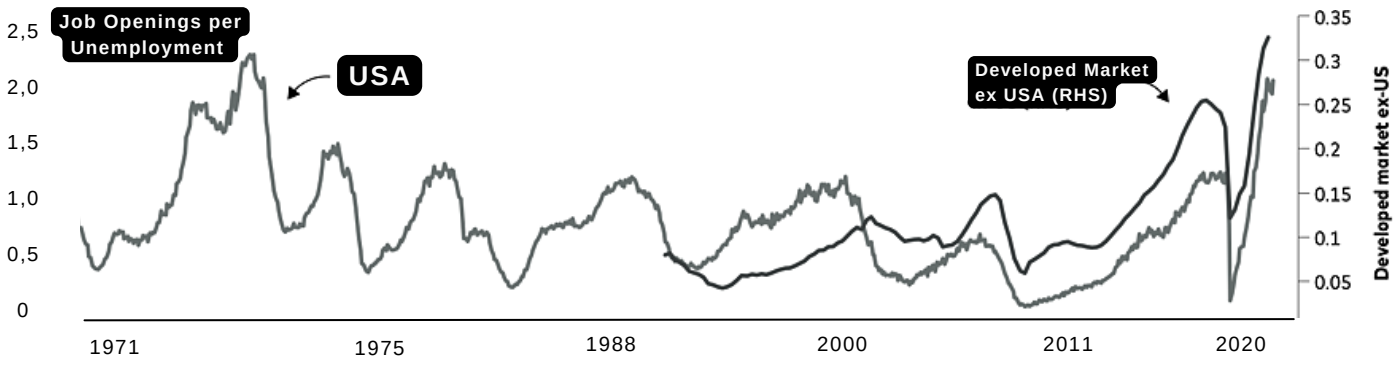
Fonte: Elaborazione Centro Studi Investimento Custodito su dati US BEA

reddito, generando inflazione.

Questa condizione ha portato, inoltre, una forte crescita dell'inflazione salariale, evidenziata spesso dal rapporto *Vacancy rate (o Job Openings) to Unemplyment*: i posti disponibili per i lavoratori dei paesi occidentali sono diventati molti, e nella possibilità di selezionare i posti di lavoro più appetibili a livello di salario, i lavoratori hanno potuto creare inflazione salariale a parità di disoccupazione.

sradicare per le banche centrali, attraverso il percorso di inasprimento monetario e attraverso il loro *tightening cycle*, atteso che, come anche scritto un anno fa nel paper *Some Bad News*, è storicamente improbabile che il rapporto *Vacancy rate to Unemplyment* **possa essere ridotto senza un impatto rilevante sulla disoccupazione**, impatto rilevante sulla disoccupazione che, al momento, per le economie sviluppate non pare essere all'orizzonte.

ANDAMENTO DEL RAPPORTO JOB OPENINGS TO UNEMPLOYMENT



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati Vanguard e World Bank

L'inflazione salariale e la pressione sul mercato del lavoro, come più volte evidenziato, sarà la componente più dura da

Per ridurre l'inflazione salariale, Blanchard e Summers (2022) ci ricordano come sia necessario agire su due diverse componenti, visto che il costo del lavoro

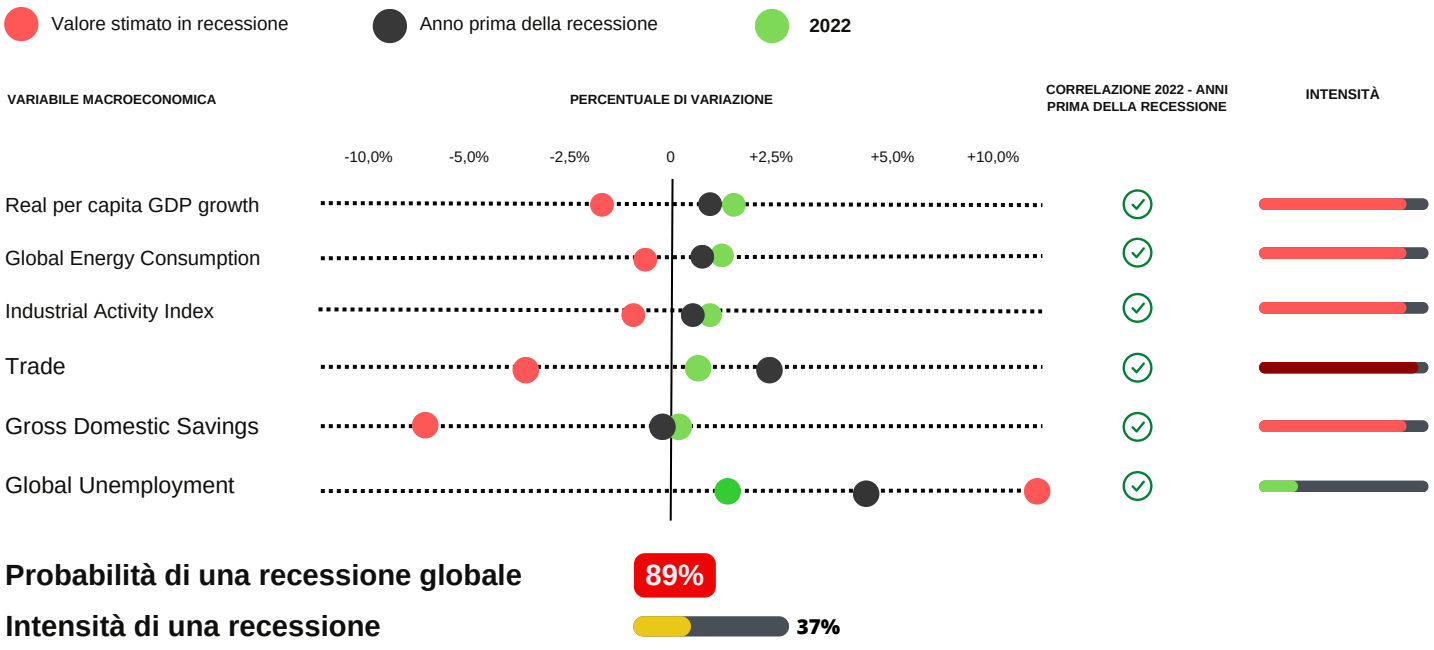
complessivo è dato da questi due fattori:

- ore lavorate
- salario orario

Soltanto agendo sulle ore lavorate, per un tempo sufficientemente lungo, è possibile portare a riduzioni rilevante del salario orario e, quindi, riportare l'inflazione salariale a livelli che le banche centrali si prefiggono come ottimali.

Come già anticipato, al momento, la riduzione dell'occupazione globale non sarà sufficiente a sradicare completamente l'inflazione salariale: come già messo in luce in altri report, questo business cycle sarà caratterizzato da una maggiore velocità, proprio perchè, a differenza dei precedenti, la disoccupazione non crescerà in modo rilevante e la riduzione dell'attività economica è già abbastanza inglobata nei prezzi. In questa circostanza, se le banche centrali volessero davvero sradicare il fenomeno inflativo a medio-periodo, dovrebbero continuare

RECESSION PROBABILITY - BUSINESS CYCLE MODEL



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito**

ad inasprire la politica monetaria per causare una disoccupazione ancora maggiore: ovviamente, **il conflitto tra ricerca della stabilità dei prezzi e ricerca della piena occupazione non permette di perseguire un obiettivo del genere a pieno**, motivo per il quale le banche centrali faranno una pausa nel loro processo di inasprimento monetario, sulla scia del percorso di disinflazione avviato.

Una tale pausa tenderà a dare ai mercati una tregua celebrativa, **producendo un periodo di ottimi rendimenti delle asset class** (che dovrebbe avvenire nel 2023) e un aumento della crescita, entrambi i quali faranno in modo che salari e inflazione non si posizionino sul livello che le banche centrali si attendono, **il che gustificherà un prossimo round di inasprimento.**

Le banche centrali sanno bene che l'inflazione salariale risulta essere una componente molto difficile da sradicare ed è necessario agire, come detto, sulla componente delle ore lavorate, per riuscire in questo intento.

Allo stesso tempo, però, le scelte politiche hanno una valenza e un costo sociale importante ed è molto complesso, per i Policy Makers, indurre una forte recessione con un'inflazione in discesa.

Quando l'inflazione farà nuovamente capolino sui mercati, questo darà la giustificazione ai banchieri centrali di avviare un prossimo round di inasprimento monetario.

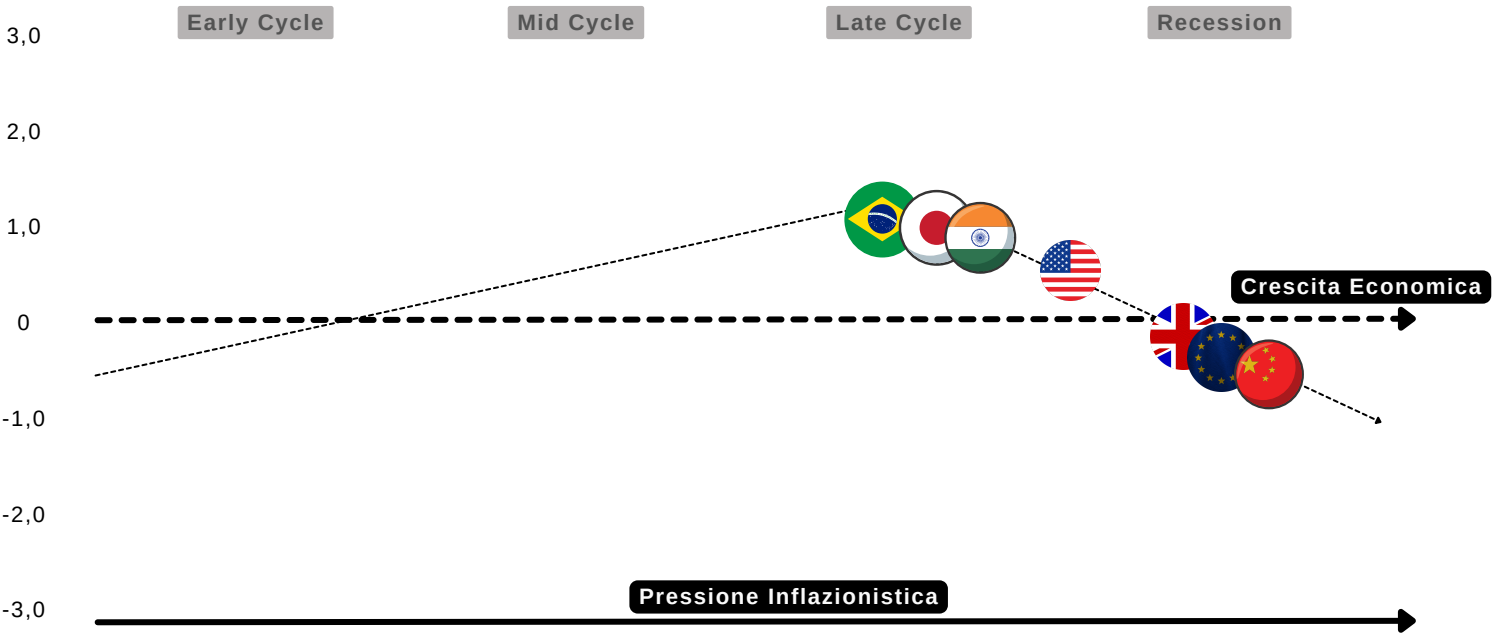
Ovviamente, questo ciclo economico e finanziario disegnato è applicabile ai paesi che hanno affrontato la pandemia con una forte monetizzazione del debito, come USA, UK e Europa.

Altri paesi, che invece si trovano in una fase del ciclo economico diversa e che hanno affrontato la pandemia con misure sociali più severe e una monetizzazione del debito quasi assente, hanno osservato un'inflazione molto più attenuata e oggi non sono vittime di politiche monetarie restrittive dure, necessarie per ridurre il peso dell'inflazione.

Per quanto si trovino in scenari economici diversi, l'Asia ha affrontato la pandemia in modo molto diverso dai paesi europei e dagli USA e, oggi, si trova a non dover combattere contro un'inflazione che ormai ha messo radici ovunque.

Ergo, il *tightening cycle* che disegneremo a breve non interesserà l'Asia, che invece sarà chiamata ad affrontare altre problematiche: questi paesi non hanno osservato aumenti del reddito esagerati e non dovranno quindi attuare misure di inasprimento elevate.

IL MODELLO DEL BUSINESS CYCLE APPLICATO AI VARI PAESI



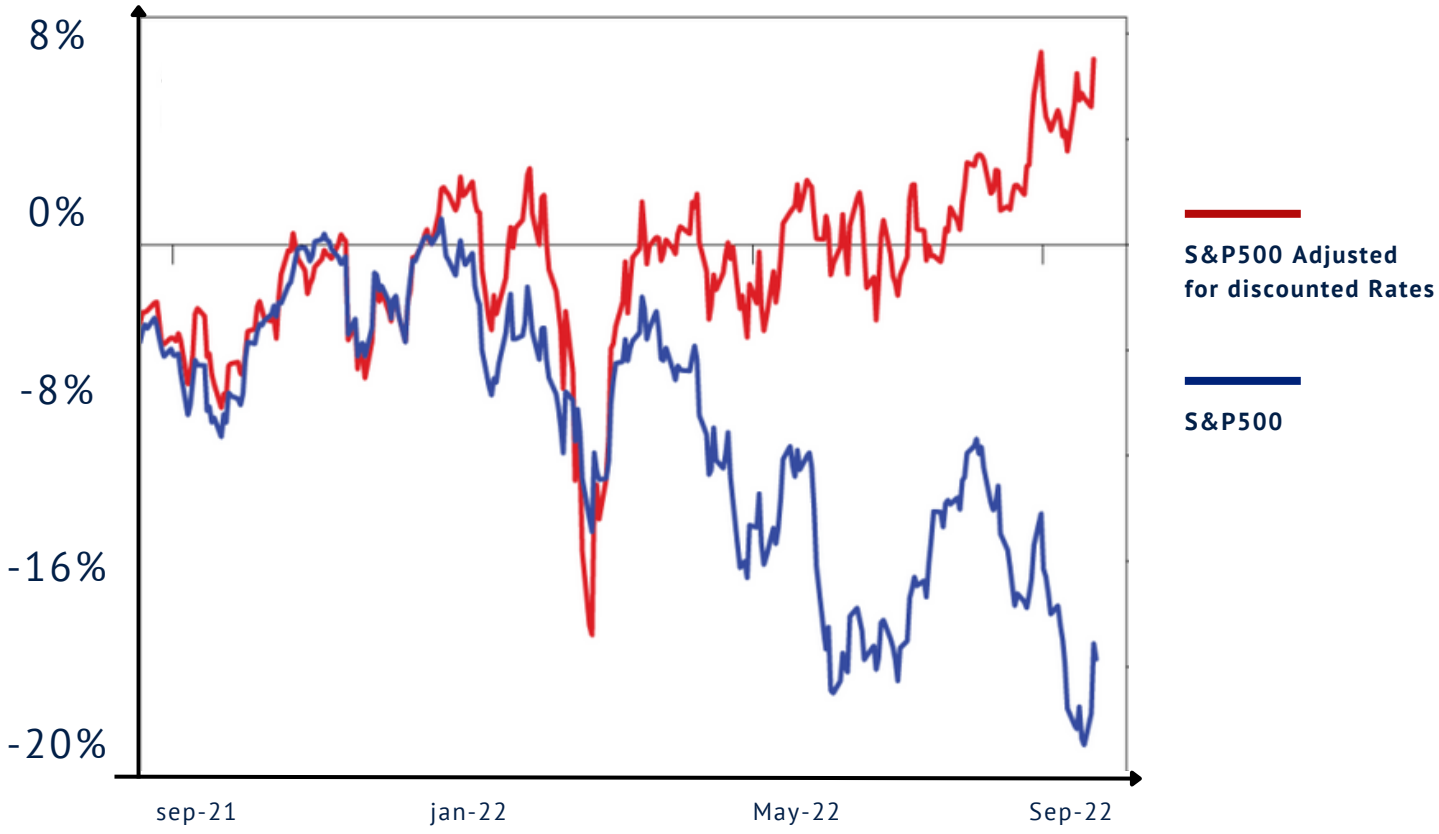
Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito**

Tightening cycle: i rischi sottostimati

Al momento attuale, i mercati finanziari scontano una fine del processo di inasprimento monetario, una debole recessione e un primo taglio di tassi di interesse nel 2024, quando l'inflazione sarà più vicina agli obiettivi delle banche centrali e quando invece le stesse banche centrali saranno *avanti la curva*.

I mercati finanziari. quindi, non ipotizzano un forte calo degli utili e non scontano, così, una recessione rilevante che possa determinare un calo del reddito disponibile rilevante: secondo Bridgewater, addirittura, il calo osservato nel 2022 è ascrivibile solo e soltanto all'aumento dei tassi di interesse e per niente alla riduzione degli utili conseguente ad una minore attività economica.

Cali azionari dovuti ai maggiori tassi



Fonte: Elaborazione Centro Studi Investimento Custodito su dati Bridgewater

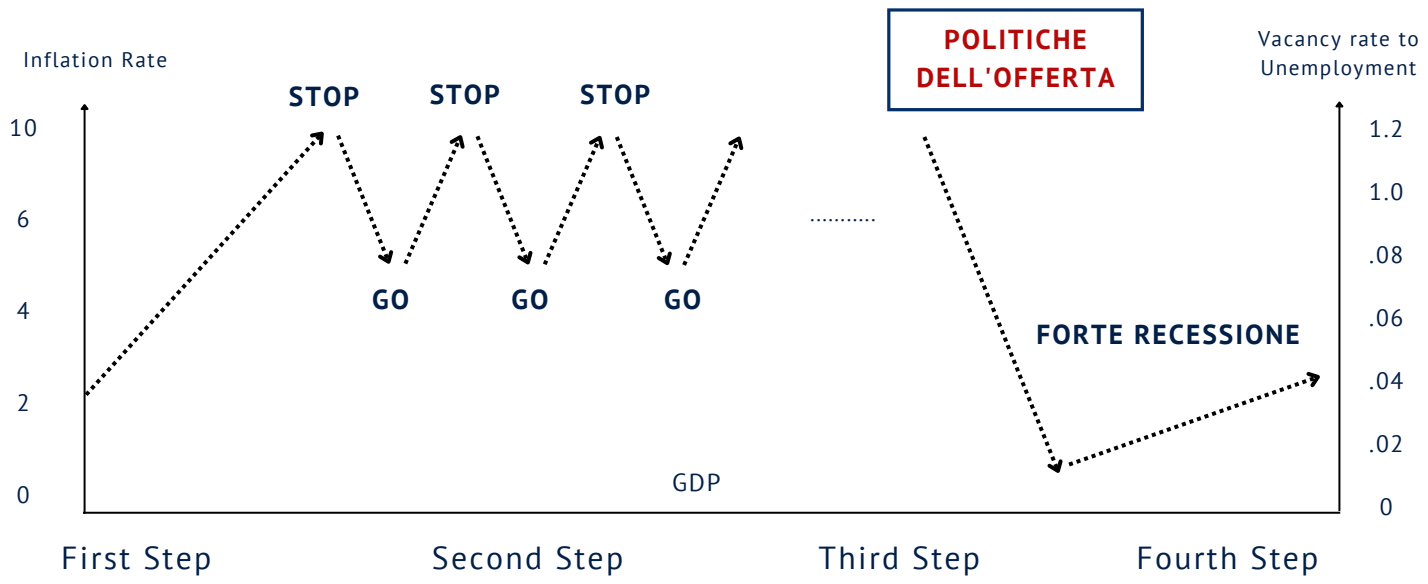
La nostra visione è similare a quella di Bridgewater, con una leggere differenza dovuta al fatto che, sì, le borse hanno anche scontato una riduzione dell'attività economica che si manifesterà nel 2023, ma che non sarà molto rilevante, come più volte anticipato.

Ergo, al momento, i mercati delle economie occidentali **risaliranno la china a fronte della pausa, di cui abbiamo già parlato, che le banche centrali prenderanno nel processo di inasprimento monetario,** sottostimando però alcuni rischi importanti.

Come avevamo già messo in luce nel paper *Some Bad News*, una forte riduzione dell'inflazione sarebbe venuta solo dopo una forte riduzione della disoccupazione, che però non è attualmente contemplata dallo scenario economico disegnato: un indebolimento delle economie globali, come detto, sarà palese nel 2023 e le borse già lo scontano, ma ciò non sarà sufficiente a portare l'inflazione verso valori normali e accettabili da parte delle banche centrali.

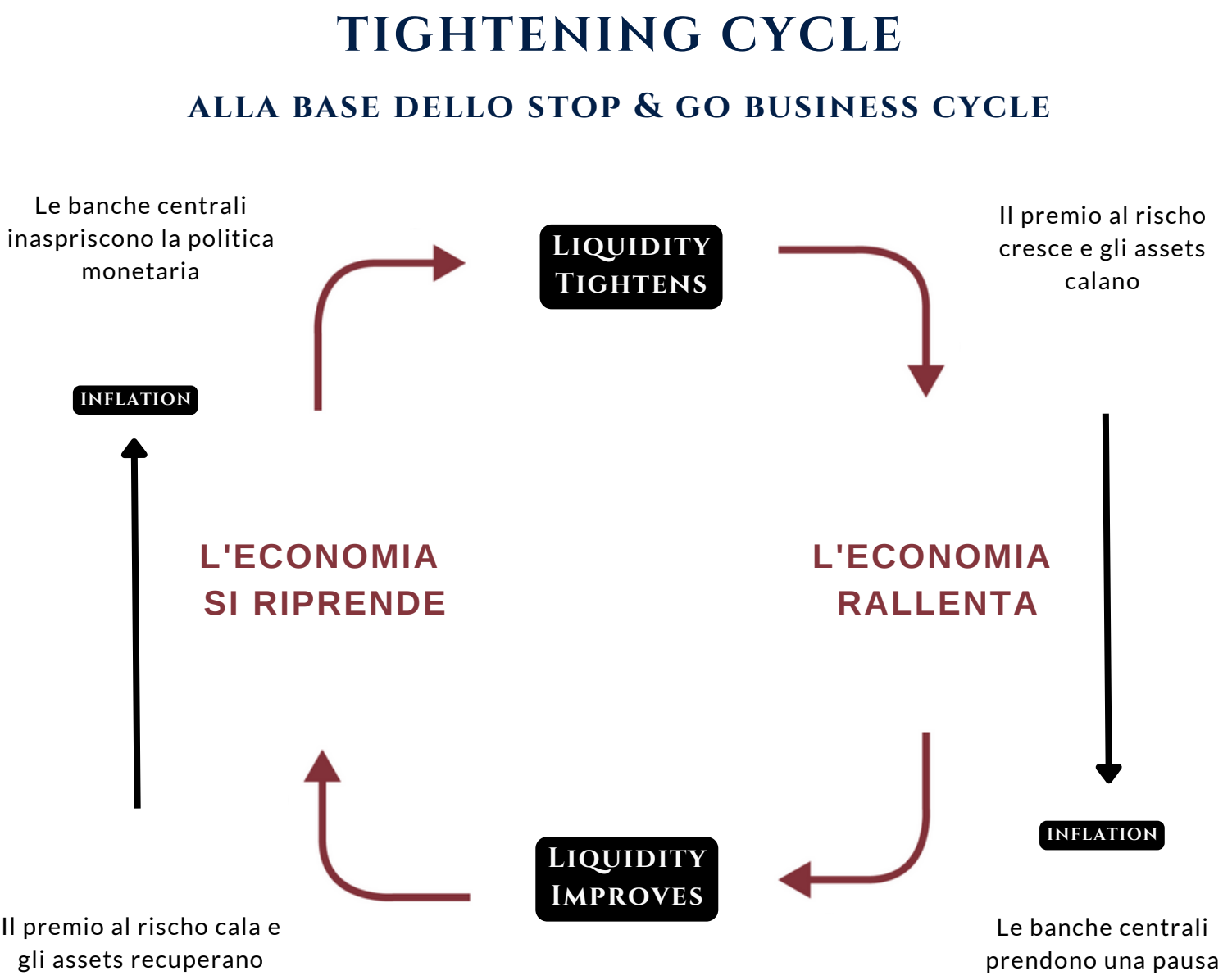
Ciò significa che crescita economica e prezzi delle asset class riporteranno in auge la

L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA ECONOMICO



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito**

crescita dell'inflazione che, come detto, giustificherà un nuovo ciclo di inasprimento monetario. Il tutto potrebbe essere ben rappresentato dal nostro *Tightening Cycle*, che può evidenziare il percorso che osserveremo nel futuro e che darà vita allo *Stop & Go Business Cycle* che avevamo già esplicitato nel paper *Some Bad News*.

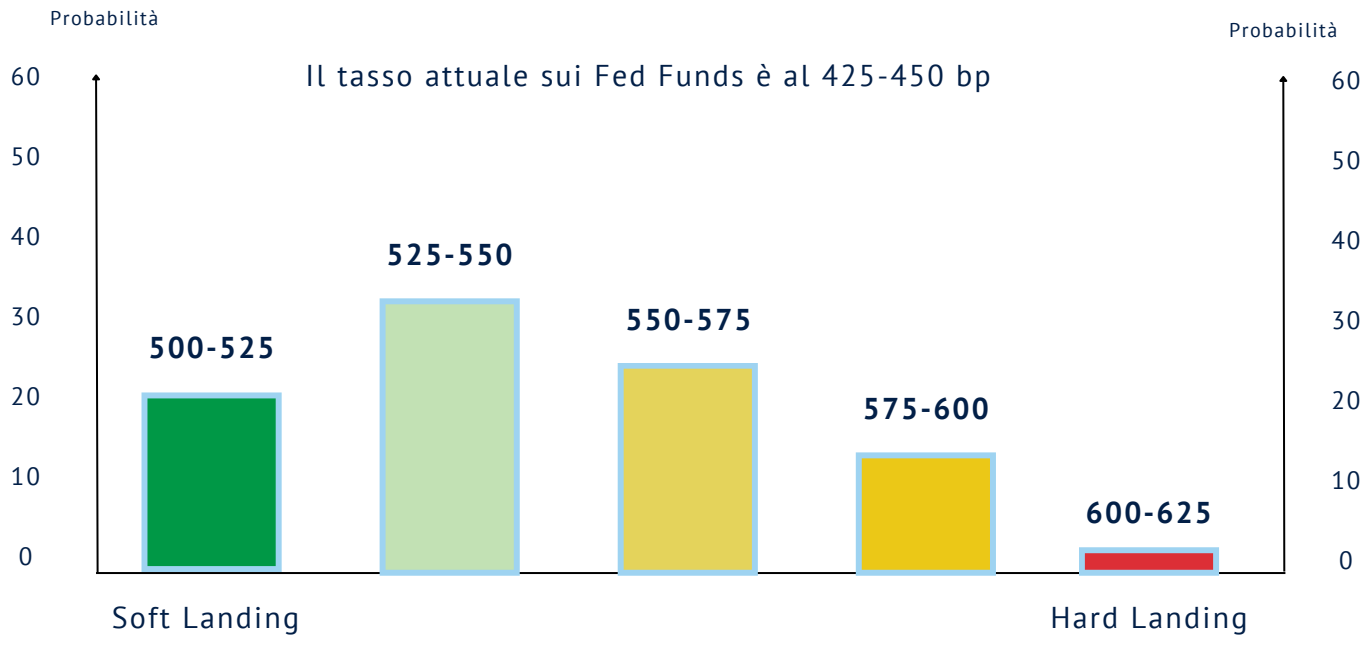


Il ciclo è già stato sperimentato, con violente ripercussioni, negli anni '70 e riteniamo che la FED e le altre banche centrali non vogliano rifare gli stessi errori del passato e ammorbidire la politica monetaria in modo troppo forte alle prime avvisaglie di un inflazione in frenata: questo il mercato l'ha compreso e non sta infatti prezzando abbassamenti dei tassi prima del 2024.

Al contempo, riteniamo che la stessa FED non possa aggredire troppo il mercato, con aumenti ancora maggiori di quanto il mercato non si aspetti, **a causa della scarsa giustificazione politica dovuta all'inflazione in discesa**: come detto, se la FED portasse i tassi, a dicembre 2023, ben oltre le previsioni del mercato, oltre quindi i 600bp, creerebbe una recessione ancora più dura, con un tasso di disoccupazione ben maggiore di quello che attualmente il mercato sconta nei suoi prezzi.

Questo fattore sradicherebbe

TARGET RATE E ATTESE DEL MERCATO DEC23



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati US Treasury

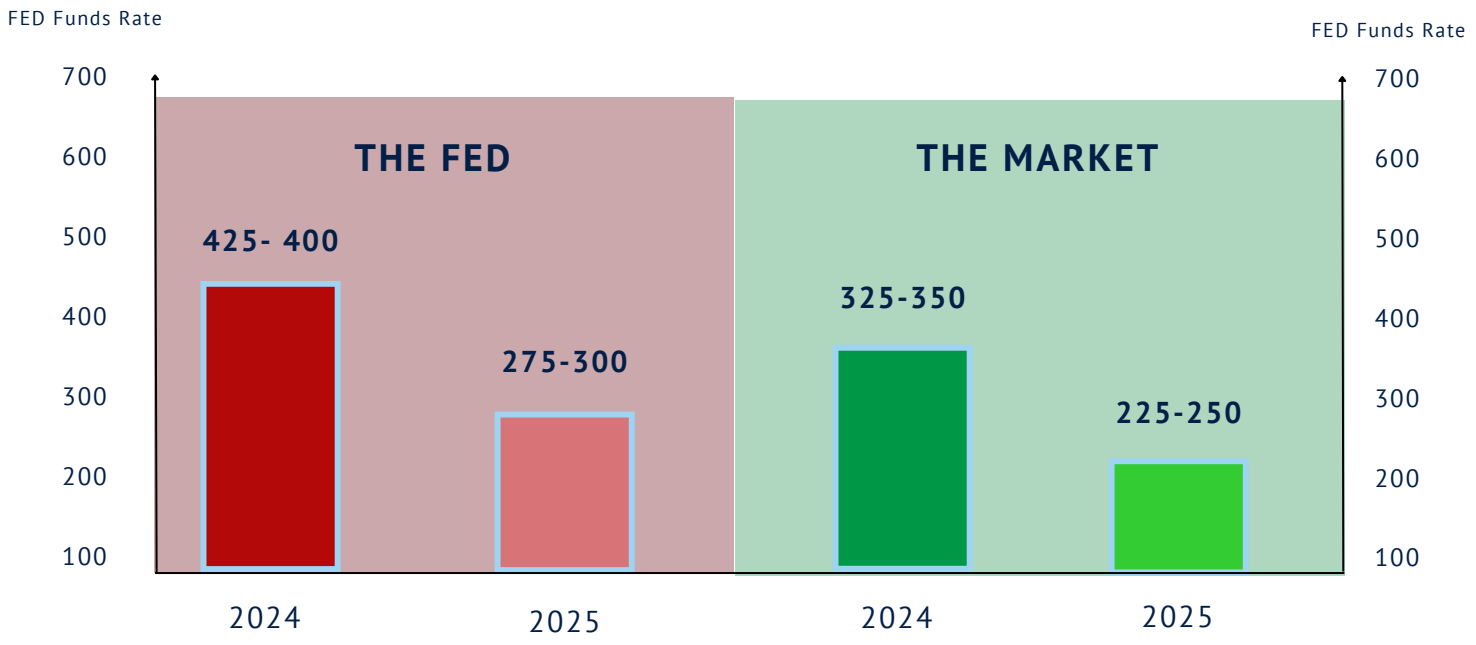
l'inflazione salariale, per i motivi sempre detti, ma andrebbe in contrasto anche con il duplice obiettivo delle banche centrali di garantire non solo la stabilità dei prezzi, ma anche la piena occupazione.

Riteniamo, invece, che la FED possa seguire, come anche le altre banche centrali europee (BCE e BOE), il *tightening cycle* disegnato, con minori costi politici, a fronte ovviamente di una maggiore variabilità dei prezzi.

Ciò che il mercato sta invece sottostimando, e veniamo quindi ai rischi insiti in questo ciclo, è la possibilità che la FED torni ad aumentare i tassi nel 2024-2025 a fronte di nuovi aumenti dell'inflazione: come detto, in controtendenza ai dots della FED, che ipotizzano che i tassi possano iniziare a scendere a fine 2024, il mercato ipotizza un calo già ad inizio 2024, con un ritorno alla normalità nel 2025.

Secondo la visione che abbiamo tratteggiato, invece, potrebbero

QUANDO SI ABBASSERANNO I TASSI?



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati CME Group e Dot Plts FED

sbagliarsi entrambi gli attori, visto e considerando che potremmo osservare, ben prima del 2025, altri rialzi.

Ovviamente,"l'errore" è giustificato per la FED, che non vuole ammettere chiaramente una pausa nel ritmo dei rialzi e non vuole, soprattutto, **ammettere di dover alzare i tassi solo quando l'inflazione diventerà un problema rilevante (affinché i rialzi siano politicamente accettati).**

L'errore del mercato, invece, potrebbe essere meno giustificato e potrebbe portare gli investitori a sopravvalutare la probabilità di un nuovo bull trend che duri parecchio.

LE IMPLICAZIONI PER I NOSTRI INVESTIMENTI

Alla luce di quanto analizzato, riteniamo che il 2023 possa essere un anno abbastanza tranquillo per molte delle asset class che si hanno in portafoglio, meno che per il dollaro.

La rinnovata fiducia dei mercati, però, non deve portare gli investitori a dimenticare che il *tightening cycle* disegnato è solo all'inizio e che il contesto rimarrà inflazionato per molto tempo ancora.

Ergo, l'importante sarà mantenere un certo equilibrio di fondo, tornando ad accumulare strumenti difensivi (come ultra short bond, dollaro, commodities o anche asset correlati al rialzo dei tassi) che possano bilanciare il portafoglio ancora una volta, quando la diversificazione tradizionale fallirà nuovamente al prossimo ciclo di inasprimento.

Siamo entrati in un nuovo paradigma, dove servirà pazienza e forza.

Disclaimer

Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l. (la "Società") è una società specializzata in servizi di formazione, divulgazione, studio e ricerca su temi finanziari nonché in servizi di consulenza generica. La Società non fornisce in nessun modo il servizio di consulenza finanziaria su investimenti Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, né altri servizi di investimento oggetto di riserva di legge. La Società rimanda eventualmente tali rapporti a soggetti esterni quali consulenti finanziari abilitati con i quali può intrattenere rapporti di natura puramente commerciale. Tutti i contenuti presenti all'interno del sito, dei documenti, dei video, degli articoli e qualsiasi riferimento al logo della Società sono da considerarsi a scopo puramente informativo, educativo e divulgativo. Tutti i servizi offerti si ritengono esclusi dalle riserve di legge. Le informazioni, i prodotti, i dati, i servizi, gli strumenti e i documenti contenuti o descritti su questo documento/sito internet (i "Dati") rivestono esclusivamente carattere informativo e non sono da intendersi come sostitutivi del servizio di Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, oggetto quindi di riserva di legge. Le informazioni fornite sul documento/sito internet non costituiscono, pertanto, né un'attività pubblicitaria o una raccomandazione né un'offerta o un invito ad acquistare o vendere strumenti di investimento, ad effettuare un'operazione o ad assumere un impegno giuridico. I prodotti e gli strumenti finanziari, nonché gli studi menzionati non sono idonei per tutti gli investitori in quanto standardizzati. Le informazioni contenute non costituiscono un parere finanziario, legale, fiscale e/o una raccomandazione di qualsivoglia altra natura. Le decisioni di investimento o di altra natura non devono essere assunte esclusivamente sulla base di tali informazioni. Prima di adottare tali decisioni di investimento, si consiglia di richiedere una revisione approfondita della documentazione e la consulenza di uno specialista qualificato. La società mette a disposizione a pagamento la visione dei contenuti proprietari di tipo standardizzato ed esclusi dalla disciplina MiFid2, fornendo ai propri clienti le informazioni necessarie ad intraprendere un percorso di consapevolezza ed alfabetizzazione finanziaria. Gli strumenti presenti nei portafogli modello e nei casi studio sono esemplificativi della composizione di un portafoglio che replica una determinata strategia di investimento, sulla base di profili di rischio individuati in modo generico. La scelta degli strumenti è frutto di una semplice analisi costi benefici di strumenti finanziari a basso costo presenti su tutti i mercati finanziari, nella forma di fondi passivi indicizzati (ETF). Gli strumenti possono essere anche sostituiti con altri strumenti similari appartenenti alla stessa categoria. I rendimenti passati non sono necessariamente indicativi di quelli futuri ma rappresentano una mera rappresentazione di strategie adottate e in adozione. Il cliente è responsabile del proprio comportamento e delle decisioni intraprese nonché dei rischi derivanti dall'attività di investimento. La società declina ogni responsabilità derivanti da un utilizzo improprio di tali informazioni. Aderendo ai servizi proposti il cliente è consapevole di avere accesso a contenuti proprietari protetti da copyright e sollevando Investimento Custodito – Boutique Fiananziaria s.r.l. da qualsiasi utilizzo improprio di essi. I contenuti riportati appartengono al libero pensiero degli autori. Nella misura massima consentita dalle leggi e/o dai regolamenti vigenti, Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l., nonché i suoi amministratori, agenti, dipendenti e appaltatori non assumano alcuna responsabilità per perdite o danni di qualsiasi natura derivanti da (i) l'accesso, l'utilizzo o la consultazione dei documenti e del Sito; (ii) qualsiasi inesattezza, errore, incompletezza o altra circostanza concernente i Dati contenuti; (iii) l'impossibilità di accedere o utilizzare i docmenti ed il Sito per qualsiasi ragione. Fatta salva l'ipotesi in cui siano accompagnati da una dichiarazione esplicita del contrario, tutti i materiali contenuti sono protetti da copyright, diritti relativi ai database o altri diritti di proprietà intellettuale di proprietà di Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l.. Nessuna previsione è da intendersi come idonea a concedere alcuna licenza o diritto di utilizzare qualsiasi immagine, testo, marchio o logo. Il download o la copia dei Dati non è in alcuna forma idoneo a trasferire all'utente diritti di proprietà intellettuale su software o altri materiali. Qualsiasi riproduzione, pubblicazione o distribuzione dei contenuti è consentita esclusivamente nel caso di espressa autorizzazione scritta della Società e con specifica indicazione della fonte dei dati. I risultati passati non costituiscono un indicatore della performance futura di un investimento. Il valore degli investimenti può essere soggetto a fluttuazioni e gli investitori potrebbero non recuperare l'importo investito. Le variazioni dei tassi di cambio delle valute straniere possono altresì incrementare o diminuire il valore dell'investimento. Gabriele Galletta è Head of Market Strategist, Analista e formatore della società, sviluppa le soluzioni modello «All Weather», in quanto esperto, è si occupa dello sviluppo dei materiali formativi e dei prodotti formativi offerti dalla società. Lo sviluppo di portafogli modello non rappresenta in alcun modo consulenza in materia di investimento, ma servizio ausiliario all'attività di informazione e formazione svolta.

© 2020_ Investimento Custodito. All rights reserved.