

BANCHE CENTRALI

Tapering, la sottile linea rossa tra recessione e inflazione

di Gloria Valdonio

Secondo gli strategist l'abbandono delle politiche accomodanti ha meno rilevanza sull'economia rispetto ai tassi di interesse. Che aumenteranno in tutto il mondo, ma in modo non sincronizzato

Ll 2022 sarà l'anno del tapering. E il mercato, dopo una lunga attesa, tira un sospiro di sollievo. «La politica monetaria persistentemente accomodante ha esacerbato la disuguaglianza della ricchezza, ha reso i mercati finanziari pericolosamente dipendenti dalla liquidità delle Banche centrali e ha contribuito all'aumento dell'inflazione», spiega **Sonal Desai**, chief investment officer di **Franklin Templeton Fixed Income**. Che aggiunge: «Una posizione di politica monetaria che è stata appropriata quando il virus Sars-CoV2 ha colpito un anno fa e si è verificata la chiusura dell'economia non può essere appropriata ora che abbiamo una forte ripresa e uno stimolo fiscale record». Ma quali rischi si nascondono dietro alla manovra di rallentamento dell'acquisto di asset da parte delle Banche centrali, avviato dalla **Federal Reserve**? Per rispondere, oltre alla direzione della manovra, deve essere presa in esame la velocità di esecuzione. Come spiega **Matt Peron**, director of research di **Janus Henderson**, i rischi del tapering hanno una doppia valenza: se procedessero troppo velocemente, potrebbero rallentare l'economia e mettere sotto pressio-

Nella foto Sonal Desai, chief investment officer di Franklin Templeton Fixed Income. In basso a sinistra Matt Peron, director of research di Janus Henderson

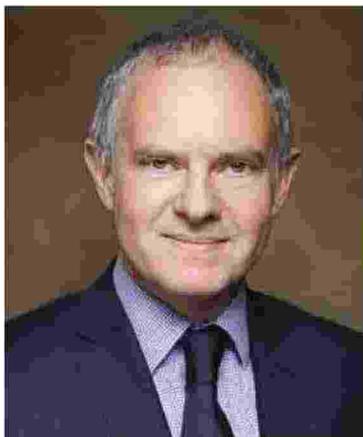


Movimento asincrono

Se gli strategist non temono questo rischio, con una Fed in lenta processione a causa di un'inflazione che sta correndo un po' troppo velocemente, l'idea prevalente è che il tapering sia più un meccanismo di indirizzo e che abbia meno rilevanza sull'economia rispetto all'aumento dei tassi di interesse. E le attese sono che questi ultimi aumenteranno gradualmente in tutto il mondo, ma in modo non sincronizzato. Cioè, ogni Banca centrale si muoverà secondo le dinamiche di inflazione e di recupero nella propria regione o Paese di riferimento. Ma - come spiega **Quentin Fitzsimmons**, gestore di **T. Rowe Price** - il paradosso del rallentamento della crescita in un momento in cui l'inflazione aumenta sta rendendo difficile per le Banche centrali nei mercati sviluppati decidere quale strada intraprendere. La BoE, per esempio, è "bloccata tra l'incudine e il martello" poiché la crescita del Regno Unito sta rallentando mentre i salari e l'inflazione in generale stanno aumentando rapidamente. Al momento, sembra probabile che la **Bank of England** deciderà per un rialzo prima della fine dell'anno. «Resta da vedere se questa si rivelerà una decisione saggia, dato il rallentamento della crescita», commenta Fitzsimmons. In ogni caso nelle ultime settimane, la maggior parte delle Banche centrali dei Paesi svi-

ne gli asset di rischio. Se al contrario procedessero troppo lentamente, potrebbero creare l'effetto opposto, «ovvero una maggiore inflazione, che rappresenta un rischio anche per i mercati dei capitali». «Ora la Fed deve gestire molteplici variabili: una riduzione dei rischi di inflazione e di bolle in determinati classi di attività richiede un tapering e un inasprimento più rapidi della politica», aggiunge Desai. «D'altro canto, un più rapido inasprimento monetario rischia aggiustamenti più marcati dei prezzi degli asset finanziari man mano che i mercati si adattano a una politica monetaria più normale».





luppatisi si è allontanata dalla modalità di emergenza e dalla propria posizione super-accomodante in materia monetaria. E con sorpresa di molti, quasi tutti i mercati obbligazionari si sono ripresi. «I timori del tapering sembrano ora essere solo una vecchia storia», conferma **Peter De Coensel**, ceo di **Dpam**.

I tassi

Sommando i bilanci delle Banche centrali si raggiunge la cifra monstre 95 trilioni di dollari a fine 2021, pari al 33% del Pil. La crescita dei bilanci tra le "Big Five" (Fed, Bce, Boj, Pboe e Boe) continua quindi a essere notevole. Secondo Coensel, non è il flusso di acquisti attivi di asset a tenere a bada i tassi a lungo termine, bensì la combinazione tra lo stock accumulato e il suo reinvestimento nel tempo che mantengono i livelli di finanziamento ancorati all'estremità più lunga delle curve di rendimento. E la quasi certezza che il Qe andrà e verrà, mette le Banche centrali in una posizione di vantaggio informativo cruciale rispetto agli investitori obbligazionari privati. «Quindi, anche se dovessimo trovarci di fronte ad un breve episodio di crescente volatilità dei tassi, la struttura di bilancio sarà in grado di contenere saldamente la volatilità a lungo termine. E questa realtà potrebbe essenzialmente impedire un vero mercato al ribasso nel reddito fisso», è il commento di Coensel.

Inflazione

Il mix di aumentato rischio inflazionistico e di segnali di rallentamento della crescita dopo il forte rimbalzo messo a segno dalle economie delle aree avanzate rende più complesso il quadro che le Banche cen-

In alto da sinistra a destra: Quentin Fitzsimmons, gestore di T. Rowe Price, Peter De Coensel, ceo di Dpam, e Sergio Bertoncini, senior fixed income research strategist di Amundi Sgr

trali e mercati si trovano ad affrontare. Come conferma **Sergio Bertoncini**, senior fixed income research strategist di **Amundi Sgr**, l'aumento della volatilità sia dei rendimenti obbligazionari che dei mercati azionari è coerente con le maggiori incertezze sulla portata della normalizzazione degli stimoli monetari, in relazione soprattutto alle persistenti sorprese inflazionistiche, cui ultimamente si è aggiunta la novità omicron sul fronte pandemico. «Ritengo che nell'ambito di questo approccio comprensibilmente più cauto, l'attenzione dei mercati andrà soprattutto a focalizzarsi sull'andamento del mercato del lavoro e in gran parte sui trend dei prezzi energetici», spiega Bertoncini. Secondo lo strategist, la divergenza tra i trend di politica monetaria della Bce da un lato e delle Banche centrali anglosassoni dall'altro vedrà un approccio più accomodante dell'istituto europeo rispetto alla normalizzazione dello stimolo monetario preannunciato dalla Fed, «normalizzazione che tuttavia - pur nell'ambito di un tapering del Qe probabilmente più rapido - seguirà un trend di gradualità sul versante dei tassi, contenendo gli impatti sui mercati obbligazionari».

Asset sensibili

Ma come posizionare ora i portafogli? Nel complesso, per gli operatori, un approccio di gestione degli investimenti obbligazionari attivo e guidato dalla ricerca diventa ancora più prezioso per selezionare i settori giusti, nonché singoli asset e società. Ma il tapering ridurrà certamente l'attrattiva dei titoli di Stato statunitensi e delle obbligazioni governative dell'Eurozona, in particolare di quelle dei Paesi periferici. Come spiega Desai, dovrebbe al contrario aumentare l'attrattiva degli asset supportati da fondamentali solidi e fattori tecnici favorevoli. Un esempio di questa categoria, secondo lo strategist, sono le obbligazioni municipali, sia esenti da imposte che tassabili, grazie al supporto di fattori tecnici di mercato e fondamentali, in quanto un'economia in rapida ripresa e le elevate valutazioni del mercato azionario si combinano per migliorare le finanze pubbliche locali. «Anche i titoli corporate high-yield dell'Eurozona dovrebbero beneficiare del miglioramento delle condizioni economiche e degli utili societari. E vediamo opportunità di investimento selezionate nei titoli corporate high-yield statunitensi, poiché i fondamentali del credito sono migliorati in modo significativo negli ultimi due trimestri», conclude Desai.