**T. Rowe Price – A quando il prossimo shock?**

A cura di **Ritu Vohora, Investment Specialist, Capital markets, T. Rowe Price**

Storicamente, ogni volta che la Fed frena, qualcosa sfonda il parabrezza. Un’analogia triste, ma che si è rivelata vera. Se il 2022 è stato l’anno dell’inflazione che ha costretto le banche centrali globali a rialzare i tassi al ritmo più veloce degli ultimi decenni, il 2023 è stato l’anno in cui ci aspettavamo di sentirne gli effetti economici. La recessione più telegrafata della storia sembrava inevitabile: il problema era la tempistica.

**Riflettendo sul primo trimestre del 2023, è stato un viaggio sulle montagne russe, con la narrazione del mercato che ha oscillato tra le ipotesi rialziste e quelle ribassiste.** Nonostante le rotazioni da brivido, l’indice MSCI AC World e l’S&P500 hanno chiuso il trimestre in rialzo rispettivamente del 7,4% e del 7,5%. A marzo il mercato dei Treasury statunitensi ha registrato il più forte rally della storia e la volatilità dei tassi è salita al livello più alto dalla crisi finanziaria globale (chi ha mai detto che i bond sono noiosi!) - con il rendimento a due anni che ha chiuso il trimestre in calo di 40 punti base. **L’anno è iniziato all’insegna dell’ottimismo**: la Cina ha riaperto i battenti e l’inverno mite in Europa ha portato a una ripresa dell’attività. Ciò ha alimentato le speranze di uno scenario di un “non atterraggio”, tra dati economici solidi e una tendenza alla disinflazione in ripresa. I mercati hanno iniziato a prezzare un taglio dei tassi e l’azionario ha registrato un’impennata di euforia. Sembrava prematuro, e in effetti si è rivelato tale, dato che i dati CPI di febbraio, molto positivi, e i dati sul mercato del lavoro, molto solidi, hanno messo alla prova la narrativa rialzista. I mercati hanno iniziato a rivalutare le aspettative di rialzo dei tassi della Fed – un ulteriore inasprimento e un tasso finale più elevato – poiché l’inflazione “vischiosa” rischiava di radicarsi.

Una settimana è un periodo lungo nei mercati finanziari. Come diceva Lenin, “ci sono decenni in cui non succede nulla e settimane in cui succedono decenni”. **Eravamo in attesa che qualcosa si rompesse e il ritmo serrato dei rialzi dei tassi ha finalmente messo a nudo gli anelli deboli dell’economia. Il fallimento di Silicon Valley Bank e la fusione tra UBS e Credit Suisse hanno provocato onde d’urto che si sono ripercosse sull’economia globale nel mese di marzo**. In soli dieci giorni le aspettative sui tassi sono cambiate drasticamente. Una settimana storica per il Regno Unito, con il “mini budget” che ha scosso i mercati obbligazionari e valutari e ha messo in crisi le strategie LDI. **Forse è stata la prima scossa di una serie di shock futuri.** Sebbene le banche centrali abbiano stabilizzato le turbolenze bancarie, agendo rapidamente e sfruttando gli strumenti a loro disposizione dopo la crisi finanziaria, dal back-stopping dei depositi alla fornitura di finanziamenti di emergenza, non siamo ancora fuori dai guai. **Non sappiamo quale sarà l'impatto delle turbolenze sull’economia reale**. Probabilmente ci troveremo in un limbo economico finché gli effetti non cominceranno a manifestarsi nei dati ufficiali, che di solito hanno un ritardo significativo di qualche trimestre.

**Non siamo nel 2008: le banche sono meglio regolamentate e capitalizzate**. **Tuttavia, è probabile che lo stress del settore bancario costringa le banche a ridurre l’assunzione di rischi per salvaguardare i bilanci**. Si parla molto di una maggiore regolamentazione, di requisiti patrimoniali e di liquidità più elevati e di un aumento dei costi di finanziamento. **Le banche sono un canale fondamentale per l’economia in generale e l’inasprimento degli standard di prestito si tradurrà in condizioni più rigide, come l’aumento dei costi di finanziamento per le aziende, aumentando ulteriormente la pressione sugli utili.** Le ricerche suggeriscono che l’inasprimento del credito può essere un freno alla crescita nel tempo e le prospettive sono peggiorate.

La liquidità si è drasticamente ridotta a causa della riduzione dei bilanci delle banche centrali e dell’inasprimento delle politiche. Anche se il QE ha svolto il suo compito di ridurre la volatilità e i rendimenti a lungo termine, è probabile che ora ci troviamo in un regime di condizioni più restrittive, il che significa che **dobbiamo aspettarci una volatilità più elevata rispetto a quella sperimentata nell’ultimo decennio.** **La Fed sta camminando su una corda tesa tra rischi persistenti di inflazione e stabilità finanziaria.** **Ha il piede sia sul freno (rialzo dei tassi) sia sull’acceleratore (immissione di liquidità).** Sebbene il recente inasprimento delle condizioni di credito abbia svolto una parte del lavoro, i mercati prevedono tagli nella seconda metà dell’anno. La storia mette in guardia da un allentamento troppo precoce. La stretta delle condizioni di credito ha probabilmente accelerato una recessione e le banche centrali forse vogliono le armi giuste per agire in un periodo di rallentamento. Mentre Fed, Bce e BoE hanno aumentato i tassi a marzo per dimostrare il loro impegno a favore della stabilità dei prezzi, potrebbero fare una pausa e continuare a concentrarsi sulla dipendenza dai dati. **L’inflazione non è magicamente scomparsa. I tassi saranno probabilmente “più alti più a lungo”, anche se con un picco più basso.**

**Sebbene i mercati azionari siano partiti alla grande, con il rischio di stabilità finanziaria apparentemente scongiurato, non è il momento di essere compiacenti**. I mercati ribassisti si presentano in genere in tre fasi: in primo luogo, uno shock dei tassi (i mercati si sono ampiamente riprezzati su questo punto), in secondo luogo uno shock degli utili o della crescita (lo abbiamo anticipato e, sebbene gli utili siano stati troppo ottimistici, stanno iniziando a contrarsi) e infine uno shock della liquidità (non abbiamo ancora avuto una capitolazione). Con l’S&P500 scambiato a 18x su una base di price-earnings, le azioni non sono a buon mercato e probabilmente valutano troppo poco il rischio di recessione. Anche il premio per il rischio azionario si è ridotto, il che rende il quadro del rapporto rischio/rendimento meno interessante. Tuttavia, **al di fuori degli Stati Uniti, i mercati emergenti e il Giappone offrono ammortizzatori di valutazione più ragionevoli**. **I mercati obbligazionari hanno una view più ribassista e la curva dei rendimenti continua a essere invertita (differenza tra i rendimenti dei Treasury a due e dieci anni). Storicamente, questo è stato un segnale minaccioso e ha preceduto ogni recessione.** Sebbene i rendimenti siano lontani dai massimi, le obbligazioni rappresentano ancora un’opportunità interessante per ottenere reddito e diversificare in caso di rallentamento.

Il 2022 è un anno che molti vorrebbero dimenticare, in cui sia le obbligazioni sia le azioni sono scese insieme. Sebbene la correlazione sia instabile nel tempo, **è probabile che persistano episodi di volatilità e illiquidità**. **La diversificazione, l’attenzione alla qualità e ai fondamentali saranno importanti per navigare nelle oscillazioni del mercato e sfruttare le dislocazioni**. La gestione del rischio di ribasso, evitando gli sconfitti, sarà importante quanto il sostegno ai vincitori.