**T. Rowe Price - Un atterraggio morbido è solo una favola**

A cura di **Arif Husain, Head of International Fixed Income and Chief Investment Officer, Fixed Income, T. Rowe Price**

All’inizio del 2023, l’opinione comune prevedeva che una recessione globale sarebbe arrivata nel corso dell’anno. Ma con l’avanzare dei mesi, le prospettive sono cambiate completamente. Un atterraggio morbido, o addirittura nessun atterraggio, è diventata ora opinione condivisa.
Non concordiamo con questa previsione. **Un atterraggio morbido è solo una favola comoda e confortevole**, adattata alla narrazione prevalente del mercato e basata su circostanze uniche che guardano al passato. Riteniamo invece, che **un atterraggio duro sia in arrivo e sia solo questione di tempo.**

False speranze

**Il caldo inverno europeo ha permesso alla regione di evitare una profonda recessione**, considerata quasi inevitabile a causa degli elevati prezzi dell’energia e dei problemi di approvvigionamento conseguenti all’invasione dell’Ucraina da parte della Russia. Ma avremo un altro inverno caldo? Gli investitori non dovrebbero allocare il capitale sulla base di questa speranza.

**Durante la crisi delle banche regionali statunitensi a marzo, la Federal Reserve è intervenuta creando una nuova linea di finanziamento** a termine per alleviare la crisi di liquidità delle banche. I mercati prevedevano che la Fed avrebbe presto rallentato o interrotto i suoi rialzi dei tassi, portando a un allentamento sostanziale delle condizioni finanziarie.

Il rendimento dei Treasury statunitensi a due anni è sceso al 3,77% del 24 marzo, dal 5,07% dell’8 marzo, in quanto i mercati hanno rapidamente riconsiderato le aspettative di un inasprimento della Fed. I tassi ipotecari sono scesi, fornendo un’altra effimera spinta all’economia, poiché i rendimenti e i tassi ipotecari sono ora risaliti in risposta alla narrativa dell’atterraggio morbido.

Tuttavia, **i benefici temporanei derivanti dall’allentamento delle condizioni finanziarie e dalla spesa fiscale statunitense si esauriranno presto.** In effetti, potremmo aver raggiunto il picco in tutto (fiscale, inflazione, liquidità, crescita della Cina, edilizia abitativa, credito, ocupazione) nel senso che tutti i fattori che hanno contribuito alla tenuta dell'economia globale si sono ormai trasformati.

L’inasprimento aggressivo e la leva finanziaria preparano il terreno per un atterraggio duro

**Sembra che l’industria manifatturiera mondiale stia lanciando segnali di recessione.** Anche il boom del settore dei servizi, sostenuto dalla pandemia, sta mostrando segnali di aver superato il picco. I mercati del lavoro non sono più forti come un tempo.

Soprattutto, quando gli indicatori dell’attività economica globale si attestavano sui livelli attuali nei cicli economici passati, le banche centrali erano già in modalità di taglio dei tassi. Questa volta, invece, **le banche centrali continuano a stringere** e al tempo stesso riducono i loro bilanci attraverso una stretta quantitativa. **I banchieri centrali globali sembrano aver calibrato la politica monetaria su un mondo in cui i venti favorevoli** estremi derivanti dalla pandemia **continueranno anche in futuro.**

La Fed ha aumentato il tasso dei FedFund di oltre 500 punti base da quando ha dato il via al ciclo di inasprimento nel marzo 2022, e attualmente sembra che possa aumentare i tassi ancora una volta nel 2023. **La Bce ha inasprito i tassi di oltre 400 punti base** e la Bank of England di oltre 500 punti base. Persino la Bank of Japan, che ha dovuto far fronte a un’inflazione molto più bassa rispetto agli altri mercati sviluppati, ha ampliato l’intervallo di riferimento per i rendimenti dei titoli di Stato per consentirne l’aumento.

Come ci ricordano i banchieri centrali, **la politica monetaria funziona con ritardi lunghi e variabili.** L’inasprimento globale cumulativo è massiccio. Questo finirà per diventare il racconto dominante, al posto dell’attuale consenso di mercato che si concentra sul bagliore delle recenti misure *una tantum.* **A peggiorare le cose, ci sono tutte le condizioni per un atterraggio duro**. La leva finanziaria nelle sacche del sistema finanziario sembra essere in aumento, e **sappiamo per esperienza che una leva elevata può rapidamente causare crepe che diventano crateri**. Abbiamo già visto alcune crepe: problemi di liquidità delle banche regionali negli Stati Uniti e gravi tensioni nel settore immobiliare cinese e nei fondi pensione del Regno Unito.

Il market pricing in un atterraggio morbido è irrealistico

Durante la pandemia, c’è stato un trasferimento su larga scala della leva finanziaria dal settore privato a quello pubblico. Ciò ha avuto alcune conseguenze. In primo luogo, i bilanci fiscali sono ormai ampiamente esauriti. **Quando arriverà la recessione, sarà difficile per i governi spendere per uscirne.** In secondo luogo, i governi globali hanno bisogno di vendere una quantità enorme di nuove obbligazioni.

Di recente, sono state effettuate molte emissioni sul mercato dei Treasury bill, ma con l’avvicinarsi del 2024, gran parte di questi titoli dovranno essere estinti e sostituiti con debito a più lunga scadenza.

Chi comprerà tutta questa duration, soprattutto in un momento in cui le banche centrali si stanno ritirando dagli acquisti di obbligazioni? Ne consegue un aumento dei rendimenti obbligazionari a lungo termine. Quindi, se da un lato le banche centrali reagiranno tardivamente alla recessione con tagli dei tassi, dall’altro c’è la possibilità che il potere calmante di questi tagli ufficiali dei tassi sia compensato da una mancata reazione dei rendimenti a lungo termine. **Una risposta tardiva, smussata e incompleta potrebbe portare a un malessere più profondo e prolungato.**