

LA CITTÀ DI VETRO

Non mancano le sorprese e gli attraversamenti dei piani narrativi nella “città di vetro” dei mercati finanziari. Il mercato del lavoro negli Stati Uniti mostra segnali di raffreddamento e Jay Powell usa parole accomodanti mentre tiene fermi i tassi di riferimento. Ma più delle parole saranno le prossime rilevazioni dei prezzi a orientare il mercato, molto si gioca nel gestire con sapienza l'intervallo temporale della trasmissione della politica monetaria al sistema economico

“Molto tempo dopo ... avrebbe concluso che nulla era reale tranne il caso”.

Sono le prime parole di Città di vetro, il primo dei tre romanzi della Trilogia di New York di Paul Auster. La città dei tre romanzi è un luogo surreale in cui “tutto si confonde e sfuma”, i suoi protagonisti vivono storie strane, intricate, nella sorprendente New York di Auster può accadere di tutto.

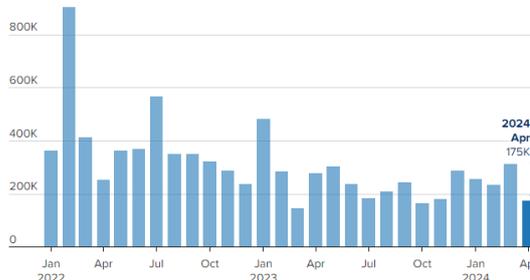
Nella Trilogia si incontrano personaggi curiosi e si nascondono illusioni, i piani narrativi si sovrappongono, i tre romanzi sono lunghi complessivamente poco più di trecento pagine, eppure impegnano il lettore più delle quasi mille dell'altro grande romanzo di Auster, 4 3 2 1.

Non mancano le sorprese e gli attraversamenti dei piani narrativi nella “città di vetro” dei mercati finanziari, le vicende dell'economia raccontano una storia e storie diverse si sviluppano nelle borse che, ad oggi, continuano a scalare il proverbiale muro delle preoccupazioni.

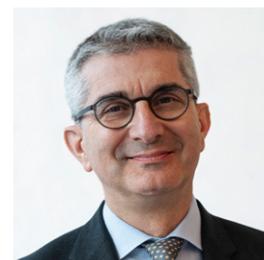
Il rally è cominciato nell'ottobre 2022, da allora lo S&P 500 è cresciuto di circa il 40%, ha proseguito quest'anno con un incremento di oltre il 10% nel primo trimestre, le azioni globali hanno fatto poco meno. I listini sembrano mitridatizzati ai tassi di interesse americani al 5,25% e a valutazioni così tirate che lo stesso Warren Buffett tiene fermi in liquidità circa 189 miliardi di dollari perché pensa che “manchino opportunità di investimento”.

I mercati hanno preso una pausa in aprile che, dicevamo la settimana scorsa, alla fin fine è stato più tiepido che crudele. Torna la voglia di crescere in questi primi giorni di maggio, il rapporto sull'occupazione negli Stati Uniti ha dato vento alle vele dei listini.

I nuovi posti di lavoro non agricoli sono stati 175.000, molto meno dei 240.000 attesi. Il tasso di disoccupazione è salito al 3,9% contro le previsioni di una sua tenuta al 3,8%, sono diminuite la media delle ore lavorate settimanali e la crescita delle paghe orarie. Insomma, un raffreddamento dell'occupazione che i mercati azionari hanno immediatamente interpretato come il presupposto per il rallentamento dell'inflazione e premessa per l'avvio del ciclo di allentamento monetario.



Nuovi posti di lavoro mensili negli Stati Uniti, gennaio 2022 aprile 2024. Fonte: CNBC, US Bureau of Labor Statistics.



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

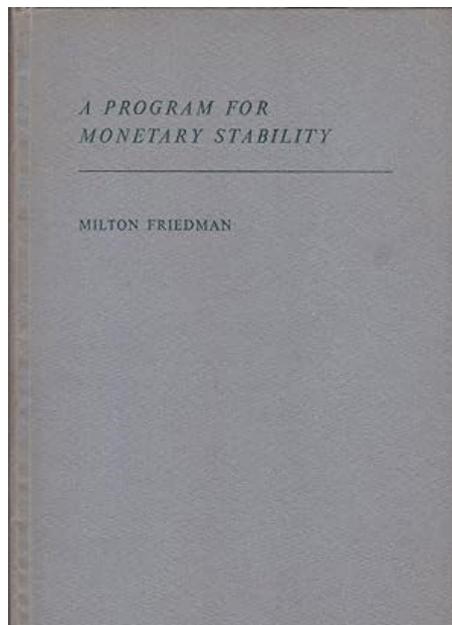
Il dato del lavoro attutisce la diffidenza verso il tono accomodante di Jay Powell: i dati contano sempre più delle parole, saranno le prossime rilevazioni del movimento dei prezzi a orientare il mercato. È rallentata la crescita dell'occupazione nel settore del tempo libero, i tassi alti si fanno sentire sui servizi e sulle piccole imprese: se dopo un dato sull'occupazione così debole l'inflazione dovesse rivelarsi ostinata prenderebbe maggior consistenza l'idea della stagflazione (con effetti ribassisti), se invece i dati sull'inflazione saranno più deboli, in coerenza con i più deboli dati del lavoro, conserverebbe forza l'ipotesi del soft landing (dagli effetti rialzisti).

L'“oggi” che si trova sul limitare anteriore del tempo, “si muove continuamente in avanti con un passato sempre più lungo alle spalle” scrive Joan Robinson. Qualsiasi evento nella storia si è verificato quando quella data era “oggi”; Daniel Kahneman ha dimostrato quanto sia diversa la relazione con un evento passato e quella con un evento che si svolge “oggi”: le conseguenze delle decisioni passate sono ovviamente note, non si ha idea di quali saranno le conseguenze nel futuro delle decisioni prese oggi.

In questa differenza dei piani temporali, come in una trama di Paul Auster, si annida la parte difficile del lavoro dei banchieri centrali, la gestione del tempo o, meglio, la gestione dell'intervallo di tempo che trascorre tra il momento dell'azione di politica monetaria e quello nel quale i suoi effetti si trasmettono al sistema economico.

La risposta dei tassi di interesse del mercato monetario a breve termine è sempre piuttosto rapida, è invece più lento il passaggio delle azioni di politica monetaria ai tassi di interesse delle scadenze più lontane nel tempo, tale lentezza contribuisce al ritardo della trasmissione del tasso reale alle attività economiche.

Nel novembre 2022, nella conferenza stampa al termine della riunione del Federal Open Market Committee, tra le altre cose Powell fece riferimento all'idea che la politica monetaria comporti “ritardi lunghi e variabili”. Ci vuole tempo prima che un aggiustamento della politica monetaria influisca sull'attività economica e il ritardo non è solo lungo, ma è anche variabile, varia in modo imprevedibile il tempo che intercorre tra la causa e l'effetto.

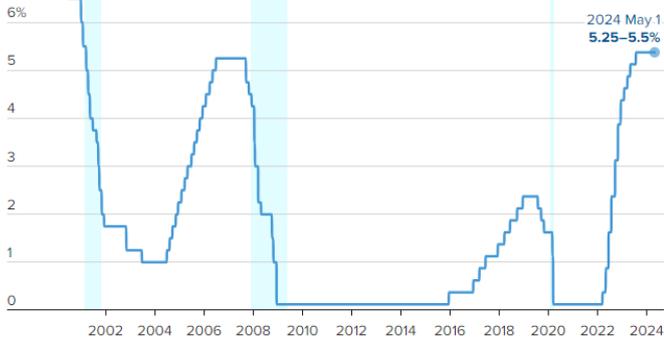


Le variazioni dei tassi di interesse possono impiegare un certo tempo per influenzare la macroeconomia (il ritardo è lungo) e questo tempo può variare in modo imprevedibile da un episodio all'altro (il ritardo è variabile). Nel suo libro “A Program for Monetary Stability” Milton Friedman scrive: “Ci sono molte prove che i cambiamenti monetari hanno il loro effetto solo dopo un considerevole ritardo e per un lungo periodo e che il ritardo è piuttosto variabile”. Fonte: Federal Reserve Bank of St. Louis, 2023.

È nella gestione del “temporary leg” che si porrà la nobiltà dei banchieri centrali.

Nel recente passato non sono mancati gli errori benché vada riconosciuta ai banchieri centrali una attenuante generica: i forti shock dell'offerta si sono verificati in una fase di strutturale riorganizzazione delle catene della fornitura e di forte diminuzione del grado di apertura negli scambi globali. In un primo momento è stata sottovalutata la natura dell'inflazione, poi c'è stata la folle rincorsa, i tassi sono stati aumentati a una velocità mai vista neppure negli anni di Volcker. “Calibrare gli interventi in tempo reale è stata una vera sfida” ricorda Fabio Panetta “non è mai facile distinguere tra shock della domanda e shock dell'offerta”.

Federal funds target rate July 2000–May 2024



I tassi obiettivo della Federal Reserve. Fonte: CNBC, Federal Reserve Bank of New York.

La settimana scorsa la Federal Reserve, come ampiamente atteso, ha mantenuto fermi i tassi, i membri del Comitato hanno ritenuto che non fosse ancora arrivato il momento di ridurli, il presidente Jerome Powell ha ribadito che la posizione della Fed è coerente con la forza dell’economia americana, “noi abbiamo il lusso di avere una forte crescita e un forte mercato del lavoro, una disoccupazione molto bassa, un’elevata creazione di posti di lavoro e tutto il resto” e ha poi aggiunto di ritenere “improbabile” che la prossima mossa della Fed sia un rialzo, ipotesi avanzata da Larry Summers.

Il Comitato ha comunque deciso di rallentare, da giugno, il ritmo della diminuzione del bilancio, una misura di leggero allentamento monetario. Il “quantitative tightening” avviato nel giugno 2022 è stato il primo strumento per inasprire le condizioni finanziarie. Con la diminuzione di 95 miliardi di dollari al mese il bilancio della banca centrale è sceso di circa 1,5 trilioni di dollari rispetto al picco di metà 2022, la decisione di rallentare porta ora il ritmo mensile a 25 miliardi, un segnale al mercato ma soprattutto un aiuto all’impegnativo programma di massive nuove emissioni del Tesoro.

All’interno del Comitato alcuni membri sono preoccupati delle conseguenze che potrebbero scaturire dal mantenere troppo a lungo i tassi ai massimi di due decenni; ne potrebbero risentire le banche regionali, il mercato immobiliare e tutti quei settori e attività che negli anni precedenti hanno prosperato soprattutto per le condizioni finanziarie estremamente favorevoli.

Altri membri del FOMC, invece, non ritengono una priorità il taglio dei tassi. Dopotutto, l’economia americana si sta dimostrando resiliente all’aggressivo aumento dei tassi che, al momento, sembra non aver “rotto nulla”.



Francesco Saraceno, “Oltre le banche centrali”, LUISS University Press 2023

Le previsioni sull’inflazione sono il perno della politica monetaria e, nonostante l’esperienza della fragilità degli esercizi previsivi, i pronostici sui tassi restano un potente strumento di comunicazione della Federal Reserve, il suo grafico a pallini ne è l’esempio preclaro, centrale nella comunicazione della banca e nei commenti degli analisti.

La questione è rilevante, l’economia globale e la politica monetaria si trovano in un passaggio critico, strette tra una inedita instabilità politica e le minacce del protezionismo e della frammentazione degli scambi. Il giudizio dei banchieri centrali sull’adeguatezza delle loro decisioni avrà forti implicazioni sull’economia e sull’andamento dei mercati finanziari. Il meccanismo della trasmissione monetaria resta la variabile più importante perché è qui che si concentra il rischio di danneggiare l’attività economica anziché aiutarla.

Mervin King, grande banchiere centrale della Bank of England, osservava con realismo che la probabilità che le previsioni si rivelassero corrette era quasi pari a zero. Andy Haldane, che della Bank of England è stato capo economista, aggiunge che “è probabile che le previsioni rimangano una danza interpretativa, sempre misteriosa, occasionalmente illuminante, uno spettacolo senza molte informazioni”.

Proprio come in una trama di Paul Auster.



Luca Bagato, "Investire al tempo delle banche centrali", Hoepli 2022

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.