

BANCHIERI SULL'ORLO DI UNA CRISI DI NERVI

I banchieri centrali, dopo lo smacco della ripartenza dell'inflazione nel 2021 e la reazione tardiva nel 2022, sono di nuovo alle prese con un problema di credibilità: l'inflazione, ancora una volta, non ha rispettato le previsioni e l'esperienza del recente passato suggerisce cautela, le scommesse direzionali sono le più azzardate



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

“Cara signora Milena, oggi voglio scrivere di altre cose, ma le cose non vogliono”.

Comincia così una delle molte lettere di Franz Kafka spedite all'amica scrittrice Milena Jesenská.

“Altre cose” di cui scrivere non mancherebbero: della Cina, alle prese con una crisi strutturale all'interno e con difficoltà commerciali all'esterno, oppure dell'India, dove al termine delle sei settimane elettorali esce rafforzato il ruolo del parlamento, o delle elezioni presidenziali negli Stati Uniti che, denuncia l'Economist in copertina, non sono più “a prova di dittatura ... il loro ordine costituzionale è vulnerabile”.

Non solo negli Stati Uniti, le istituzioni liberal-democratiche sono in lenta erosione un po' ovunque, le pubbliche opinioni stanno rivelando una pericolosa condiscendenza ai modelli autoritari, nel 2020 i commenti ammirati all'efficienza cinese che realizzava in pochi giorni un ospedale ne sono un plastico esempio.

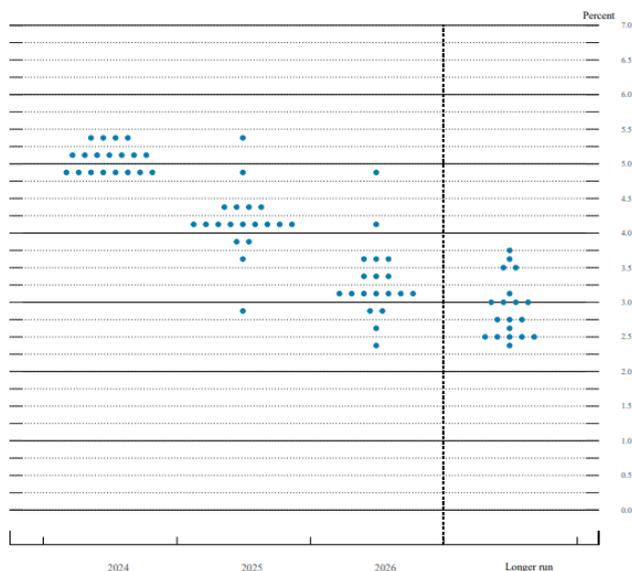


Pochi giorni fa ricorrevano i cento anni dalla scomparsa di Franz Kafka, il 3 giugno 2024

Sono solo alcune delle “altre cose” di cui varrebbe la pena scrivere, “ma le cose non vogliono” e dunque tocca scrivere ancora delle parole, opere e omissioni dei banchieri centrali e, più centrali di tutti, dei membri del FOMC della Federal Reserve, il comitato che governa i tassi.

La loro decisione di mantenere i tassi invariati era ampiamente attesa: nonostante le banche centrali nell'Eurozona e in Canada abbiano ridotto i costi di finanziamento di recente, negli Stati Uniti i tassi ufficiali restano nell'intervallo 5,25%-5,50% e le aspettative da qui a fine anno sono di un solo taglio.

Il grafico a pallini che rappresenta le stime sui tassi futuri dei membri del FOMC è diventato familiare anche a chi segue in modo discontinuo le cronache finanziarie; l'aggiornamento pubblicato la settimana scorsa segnala un cambiamento nelle previsioni dei membri del Comitato rispetto a marzo, che indicavano ancora tre tagli entro la fine dell'anno.



La Fed segnala un solo taglio entro la fine del 2024 (ogni punto rappresenta la stima del tasso medio futuro di ogni membro del FOMC. Federal Open Market Committee. Fonte: Federal Reserve.

Naturalmente, le previsioni rappresentate dai pallini disposti sul grafico non sono scritte sulla pietra, saranno i prossimi dati sul mercato del lavoro e sull'inflazione a "dettare la linea", Jay Powell ha definito incoraggianti i dati dell'inflazione di maggio ma non ha dismesso il registro del rigore, ha sottolineato come la crescita dei salari sia ancora incongruente con l'obiettivo di inflazione desiderato. I Fed Funds prezzano pienamente un taglio nella riunione di novembre, le probabilità di un taglio settembrino diminuiscono ma non sono sparite.

Il rigore di Powell e degli altri membri del FOMC è comprensibile. I banchieri centrali conservano ancora il ricordo, e probabilmente l'imbarazzo, di aver sottovalutato l'inflazione nel 2021 e aver risposto in ritardo nel 2022, amplificando i danni della trasmissione dei rincari energetici sui prezzi finali di tutti gli altri beni e servizi. Un ulteriore motivo di disagio è il fatto che il rientro dell'inflazione non sia del tutto merito loro.

La Federal Reserve avviò la restrizione monetaria con il primo aumento di 25 punti base nel marzo 2022, la Banca Centrale Europea fece lo stesso pochi mesi dopo, a giugno. Ma l'inflazione cominciò a scendere già alla fine del 2022.

Fu vera gloria? La restrizione monetaria ha avuto il merito di curvare le aspettative dell'inflazione ma la letteratura e l'esperienza mostrano come i meccanismi di trasmissione delle politiche monetarie sui sistemi economici abbiano bisogno di tempo. L'aumento dei tassi ufficiali si trasmette al credito, ovvero ai costi di finanziamenti per imprese e famiglie, abbastanza rapidamente, ma altro è il discorso sul raffreddamento dell'economia. "La spesa è molto più vischiosa" annota il professor Francesco Saraceno, le spese delle famiglie e gli investimenti delle imprese sono processi che prendono tempo, certamente più dei pochi mesi intercorsi nel 2022 tra i primi aumenti dei tassi in primavera e il calo dell'inflazione a fine anno.



"l'aumento dei tassi si trasmetterà con un certo ritardo" scrive Francesco Saraceno in "Oltre le banche centrali" (Luiss 2023)

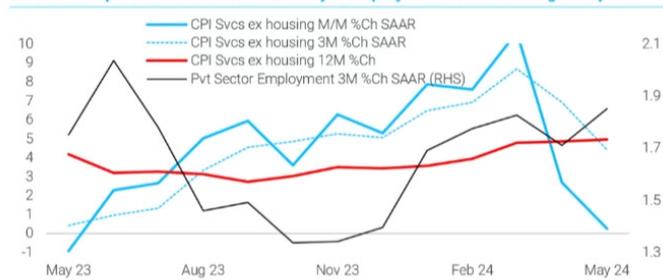
Oggi i banchieri di palazzo Eccles si trovano in una situazione scomoda, dopo lo smacco della ripartenza dell'inflazione nel 2021 e la reazione tardiva nel 2022, sono di nuovo alle prese con un problema di credibilità: se a inizio anno il mercato stimava che si sarebbero verificati sei, forse sette tagli, è perché furono gli stessi banchieri centrali a suggerire che il percorso di allentamento dei tassi fosse tracciato.

Ormai a metà anno, quel percorso è diventato come il torrente Arno in provincia di Varese: nasce al confine con la Svizzera, scende quasi parallelo all'autostrada che da Varese porta a Milano, si impantana in una zona paludosa vicino all'aeroporto Malpensa. Il percorso dell'inflazione immaginato a inizio anno si è impaludato come il torrente dal nome ambizioso, le dinamiche dei prezzi, ancora una volta, non hanno rispettato le previsioni. L'esperienza del recente passato suggerisce dunque cautela, nessuno è stato in grado di prevedere le dinamiche dell'inflazione e, del resto, le opinioni dei membri del FOMC si sono differenziate anche nell'ultima riunione.

Se nessuno è in grado di prevedere con precisione il percorso dei prezzi, e dei tassi, meglio non formulare previsioni e tantomeno costruire strategie sulla base, ad esempio, del grafico a pallini della Federal Reserve; come ha sorpreso in un senso nel recente passato, l'inflazione potrebbe sorprendere di nuovo nel senso opposto: l'inflazione degli affitti è sempre un dato "legging", ritardatario, ma se scomponiamo la rilevazione dei prezzi di maggio si nota come l'aumento dello 0,4% mensile degli affitti sia controbilanciato dalla diminuzione dei prezzi nei servizi che, per il peso che hanno nel Pil americano, è il dato che la Fed ritiene più rilevante e teme di più.

Per ottenere un raffreddamento durevole dei prezzi nei servizi è necessario che rallenti la crescita dei salari, un aspetto sul quale Powell ha posto l'accento nella conferenza stampa della scorsa settimana e che spiega la cautela sua e dei colleghi del Board.

Chart 1 Sharp service disinflation unlikely if employment continues to grow apace



Source: BLS, GlobalData, TS Lombard

Il presidente della Fed Jay Powell ha sottolineato in conferenza stampa che l'attuale tasso di crescita dei salari (circa il 4%) è incompatibile con il target dell'inflazione. Fonte: FT, BLS, GlobalData, TS Lombard.

I dati economici continueranno a orientare le decisioni sulla direzione dei tassi su entrambe le sponde dell'Atlantico, i banchieri centrali vogliono tenere le mani libere ma siamo in piena campagna per le elezioni presidenziali, una prolungata fedeltà allo schema "higher for longer" rischia di compromettere la crescita e indebolire il mercato del lavoro oltre il desiderato. L'andamento dell'economia resta coerente con l'ipotesi dell'atterraggio morbido, una diminuzione graduale dell'attività che consentirà alla Federal Reserve di avviare il ciclo di allentamento.

Nell'incerta traiettoria delle politiche monetarie la gestione attiva, lo ripetiamo ad abbondanza, resta cruciale. L'esito della riunione della Fed della settimana scorsa, ampiamente atteso, non cambia le scelte allocative che L'Alpha e il Beta ha presentato e commentato nelle ultime settimane: nel reddito fisso ha ancora senso "bloccare" questi livelli di rendimento aumentando gradualmente, senza fretta, l'esposizione al rischio di curva, la compressione degli spread non compensa adeguatamente il rischio delle obbligazioni ad elevato rendimento che restano meno interessanti. L'Alpha e il Beta ne ha scritto pochi mesi fa, le obbligazioni legate al mercato assicurativo offrono una diversificazione delle fonti di rischio utile ad affrancarsi dalla direzionalità dei tassi (vedi L'Alpha e il Beta del 5 febbraio 2024).

Il rischio azionario espone alle prospettive della crescita ma le valutazioni e la concentrazione dei listini americani suggeriscono la diversificazione con altre aree geografiche e tematiche.

"Testa vinco, croce vinco ugualmente" scrivevamo la settimana scorsa a proposito delle inedite caratteristiche difensive che stanno acquisendo i titoli della tecnologia. Le evidenze degli utili nel primo trimestre delle maggiori aziende digitali danno la misura dell'intensità del ciclo di investimenti nell'intelligenza artificiale generativa. Ricordando la leggenda dell'invenzione del gioco degli scacchi possiamo immaginare di essere a metà della scacchiera, le potenzialità ancora inesplorate sono enormi. Gli investimenti nelle infrastrutture dell'intelligenza artificiale continueranno a essere ingenti, stiamo attraversando una fase, verosimilmente durevole, che premia le aziende di semiconduttori, in modo particolare quelle che rispondono alla domanda di chip di ultima generazione (ad esempio gli acceleratori di IA, la memoria ad alta larghezza di banda, le apparecchiature di rete).

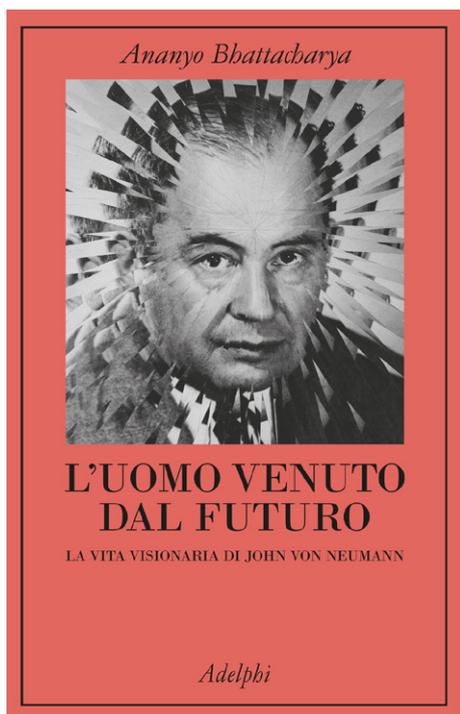


Nella leggenda dell'invenzione degli scacchi l'imperatore, ammirato dall'eleganza del gioco, promise al suo inventore qualsiasi ricompensa. L'uomo si limitò a chiedere del riso: un chicco di riso sulla prima casella, due nella seconda e così via, raddoppiando i chicchi su ciascuna delle sessantaquattro caselle. L'imperatore ordinò che venisse prontamente soddisfatto, ma né lui né i suoi servitori avevano fatto i conti con il meccanismo della crescita esponenziale: raddoppiare i chicchi di riso nelle sessantaquattro caselle significa raggiungere una cifra astronomica, qualcosa come 18 miliardi di miliardi di chicchi di riso, non basterebbe l'intero pianeta per produrli! Allo stesso modo, gli esperti stimano che la Rivoluzione Digitale sia appena a metà della scacchiera, il futuro è dei computer quantici, dell'Intelligenza Artificiale, dell'apprendimento autonomo dei calcolatori. Marcel Duchamp (1887-1968), "Il gioco degli scacchi" (1910, Philadelphia Museum of Art)

Nel giugno 1955, sulla rivista Fortune, apparve un articolo intitolato "Can We Survive technology?".

Con la preveggenza della mente matematica più brillante del secolo scorso, John von Neumann prefigurava come la tecnologia avrebbe reso piccolo il mondo, "l'evoluzione pur utile e costruttiva, è anche pericolosa" scriveva. Metteva in guardia dai rischi dello sviluppo tecnologico, "non c'è cura per il progresso, qualsiasi tentativo di incanalare su vie sicure l'attuale esplosiva varietà di progressi porta a frustrazione. L'unica sicurezza possibile è relativa, e sta nell'esercizio intelligente, giorno per giorno del nostro discernimento".

La conclusione dell'articolo resta attualissima anche dopo quasi settant'anni, per von Neumann le qualità umane richieste per governare il cambiamento sono la pazienza, la flessibilità, l'intelligenza. Sui mercati torna a insinuarsi l'insidia della compiacenza, ci si può difendere seguendo il suggerimento di von Neumann e fare buon uso della pazienza che sa aspettare, della flessibilità che adegua le scelte allocative, dell'intelligenza che sa riconoscere i punti di svolta.



Ananyo Bhattacharya, "L'uomo venuto dal futuro" (Adelphi 2024). La biografia di uno dei matematici più brillanti del Novecento.

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.

Copyright © 2024 GAM (Italia) SGR S.p.A. - tutti i diritti riservati