

L'ALPHA E IL BETA

25 settembre 2017

Il tempo ritrovato

Le banche centrali hanno comprato tempo per i governi, oggi comprano tempo per sé, il tempo necessario a capire meglio le ragioni dell'assenza dell'inflazione

Dopo aver comprato tempo per le politiche economiche, per farle arrivare là dove non arrivano quelle monetarie, le banche centrali continuano a comprare tempo, ma questa volta per sé.

Un salto indietro nella storia monetaria recente può aiutare a capire. Andiamo al 1979, quando nell'agosto di quell'anno il presidente americano Jimmy Carter nominò alla guida della Fed il cinquantenne Paul Volcker, capo della Federal Reserve di New York, con l'esplicito mandato di stroncare l'inflazione a doppia cifra. Nel 1981 arrivò oltre il 13%, due anni di "cura Volcker" e nel 1983 era al 3,2%.

Ma nessun farmaco è privo di controindicazioni, e quando l'antibiotico all'organismo dell'economia è costituito da tassi superiori al 20%, gli effetti collaterali non tardano a manifestarsi. Volcker mantenne quel severo livello di tassi per quasi tre anni, ebbe successo nello sradicare l'inflazione ma provocò il crollo della produzione industriale, la riduzione del 10% del reddito medio degli americani, la crescita della disoccupazione a 11%, l'apprezzamento del dollaro verso tutte le valute.

L'onda d'urto del "Volcker shock" si propagò alle altre economie avanzate, costringendole ad aumentare a loro volta i tassi, e alle economie emergenti, all'epoca classificate ancora come "Terzo Mondo". Il rallentamento dell'attività economica nelle economie avanzate fece diminuire la domanda di beni importati dall'Asia e dall'America Latina, il dollaro forte acutizzò i costi del finanziamento, il Messico precipitò in una crisi di liquidità, il debito del Brasile raddoppiò nel giro di pochi anni.



Paul Volcker poco prima di una audizione al Senato degli Stati Uniti nel 1979. Fonte: Federal Reserve, photo credit Associated Press, fotografia di Charles W. Harrity

Sollecitato dall'attività di lobby dell'industria manifatturiera, sotto pressione per il dollaro forte, il Segretario al Tesoro James Baker convinse il presidente Reagan a mettere da parte il principio ideologico del non intervento pubblico sull'economia e, piuttosto, "fare qualcosa" che frenasse la corsa del biglietto verde. Nei fatti si trattava di architettare un intervento attivo sui mercati dei cambi, meglio se concertato con altri paesi. Il 22 settembre 1985 i ministri del tesoro e i governatori delle banche centrali di Stati Uniti, Giappone, Germania, Francia e Gran Bretagna si incontrarono all'hotel Plaza di New York.

Come il Mount Washington di Bretton Woods, l'albergo amato da Francis Scott Fitzgerald è entrato nella storia monetaria. I membri dei Cinque Grandi, il G5 divenuto G7 dopo il faticoso allargamento a Canada e Italia, pianificarono vendite coordinate di dollari per abbassarne il valore, una intesa entrata nella storia come "Accordi del Plaza". L'obiettivo venne raggiunto ma la richiesta di aiuto a paesi alleati fece perdere agli Stati Uniti la leadership monetaria.



L'Hotel Plaza a New York

Gli accordi del Plaza costituirono anche una cesura definitiva con la prima fase del secondo dopoguerra e ne aprirono una nuova, quella in cui ci troviamo oggi.

In quegli anni la Teoria Generale di Keynes era popolare nelle università tanto quanto nelle politiche dei governi: spesa e fiscalità assicuravano il mantenimento di alti livelli occupazionali. Scrive Nicholas Kaldor che “l’obbligo formale di mantenere alti e stabili livelli di occupazione ... appariva come un effetto combinato della rivoluzione keynesiana nel pensiero economico”. Quelle politiche si rivelarono davvero efficaci, i primi tre decenni dalla fine della Seconda Guerra Mondiale furono segnati da piena occupazione, crescita del reddito, degli investimenti e dei consumi. Ci si riferisce a quel periodo come “The Golden Age”, il periodo d’oro dell’economia di mercato.

A metà degli anni '70 la crescita dell’inflazione decretò la fine di quelle politiche, ritenute all’origine dell’accelerazione dei prezzi (a torto, il motivo furono gli shock petroliferi del 1973).

Keynes passò di moda, l’obiettivo della piena occupazione venne sostituito da obiettivi di inflazione (inflation targeting), Dal 1983 al 2015 l’inflazione si stabilizzò, benché i livelli medi di occupazione non siano mai tornati ai livelli della ‘Golden Age’.

Qui finisce il flashback storico, torniamo ai giorni nostri. Negli ultimi due anni l’economia americana è tornata alla piena occupazione e le cose si fanno complicate.

I banchieri centrali preferirebbero forse essere alle prese con una situazione come quella che dovette fronteggiare Volcker, per quanto difficile, piuttosto che fare i conti con le nuove incognite.

Perché a oltre trent’anni dagli Accordi del Plaza, lo scenario non solo è diametralmente opposto, è anche incomprensibile. Il dollaro è debole nonostante l’inversione della politica monetaria. La disoccupazione è al 4,4%, di fatto un livello di piena occupazione, gli economisti sono costretti ad abbassare il NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment), quel (supposto) livello di occupazione oltre il quale l’inflazione accelera.



L'impatto sull'inflazione delle nuove politiche "inflation targeting". Fonte: FRED

L’economia va bene, l’attività economica è sostenuta dal ritorno di consumi e investimenti, sono positivi gli indici di fiducia di famiglie e imprese. In soprammercato, i mercati finanziari sono inondati da una liquidità senza precedenti.

Eppure, contrariamente al passato, non c’è inflazione e le ragioni di questa assenza non sono chiare neppure ai banchieri centrali, come ha ammesso la stessa Janet Yellen.

Certo, negli ultimi decenni si sono verificati mutamenti radicali nella produzione e nella forza lavoro. In linguaggio formale si parla di shock dal lato dell’offerta: i costi sono stati abbassati dalla globalizzazione delle merci e dei capitali, si è indebolita la forza negoziale del lavoro, il petrolio non costituisce più una minaccia, l’automazione e i progressi digitali hanno fatto il resto.

I dubbi dei banchieri centrali assomigliano a quelli dei marinai del medioevo: le loro mappe indicavano zone del mare sconosciute nelle quali si riteneva vivessero mostri marini. Era un bel dilemma: la presenza dei mostri non era mai stata dimostrata ma se qualche marinaio avesse provato a verificarne la veridicità, una volta appurata l’esistenza del mostro sarebbe stato troppo tardi. Nel dubbio, meglio stare prudentemente alla larga.

Per le banche centrali è un po’ lo stesso: se gli shock dal lato dell’offerta fossero temporanei, dovrebbero sbrigarsi ad accelerare la normalizzazione delle politiche monetarie ed evitare che l’inflazione sfugga di mano. Se invece i fenomeni avessero caratteristiche strutturali, destinati a durare nel tempo, le politiche monetarie dovrebbero rimanere accomodanti, adeguarsi al nuovo scenario e traguardare finalmente gli obiettivi di inflazione. Nel dubbio, meglio prendere tempo.

Al momento, il presupposto è che i fenomeni che stanno tenendo bassi i costi siano temporanei e che l’inflazione salirà: la Fed ha cominciato ad aumentare i tassi e, dal prossimo mese, avvierà la graduale riduzione del bilancio. Parimenti la Banca Centrale Europea nel 2018 diminuirà i volumi degli acquisti straordinari.

Se invece sbagliassero?

In questo caso “la normalizzazione sarebbe l’approccio sbagliato, le politiche non convenzionali dovrebbero andare avanti ancora a lungo” scrive Nouriel Roubini “ma può valere anche l’opposto, se gli shock fossero permanenti, allora la normalizzazione dovrebbe andare avanti ancora più spedita, perché vorrebbe dire che abbiamo già raggiunto il livello “new normal” dell’inflazione”.

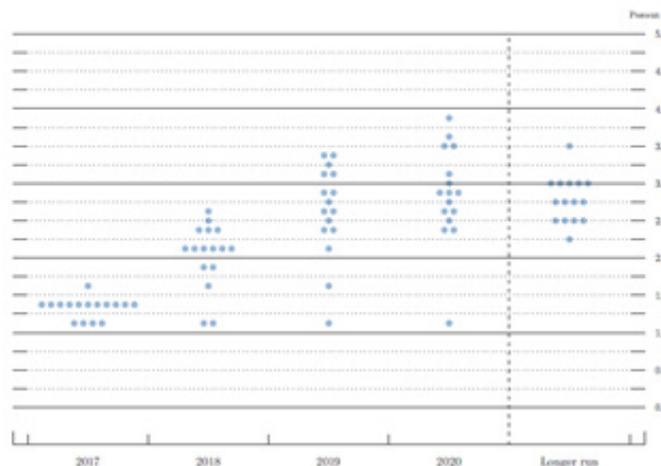
Anche la Banca Internazionale dei Regolamenti pensa che sia anacronistico mantenere al 2% l’obiettivo di inflazione, i mutamenti sul lato dell’offerta sono destinati a durare, insistere con politiche accomodanti vorrebbe dire favorire la crescita dei prezzi delle attività più rischiose, con rischi di asset inflation e nuove crisi finanziarie..

Per questo i banchieri centrali comprano tempo, rimandano decisioni radicali, un atteggiamento prudente analogo a quello dei marinai che evitavano le zone di mare sconosciute.

Non rinunciano all’obiettivo dichiarato di inflazione vicina al 2% ma spostano più avanti il tempo necessario per conseguirlo. Negli anni più acuti della crisi i tassi a zero e gli acquisti di titoli compravano tempo alle politiche economiche, oggi le banche centrali comprano tempo per sé stesse.

Serve tempo soprattutto per trovare il pezzo decisivo che manca al puzzle, la comprensione dei motivi per cui economie che corrono spedite, alcune anche in piena occupazione, non generano inflazione.

Il programma di riduzione del bilancio della Federal Reserve è stato presentato con chiarezza la settimana scorsa, impercettibile invece lo scenario dei tassi. L’inflazione di base, al netto delle componenti volatili di energia e alimentari, dopo aver toccato il livello di 1,9% è tornata a 1,4%. La maggioranza dei membri del FOMC, il Comitato che governa la politica dei tassi, è favorevole a un intervento entro la fine dell’anno, solo quattro membri su sedici sono dell’opinione di tenere i tassi inalterati fino al 2018. In undici poi ritengono appropriati tre interventi nel corso del prossimo anno.



Le ultime previsioni dei membri del FOMC sui tassi futuri. Fonte Federal Reserve

Sulla Federal Reserve incombe anche l’incertezza sul successore di Janet Yellen e di quattro nuovi membri che dovranno essere sostituiti nel corso del 2018. La politica monetaria americana potrebbe dunque cambiare non solo per le ‘naturali’ reazioni ai cambiamenti economici, “ma anche a causa delle scelte di un presidente imprevedibile” (FT).

Sono sacche di incertezza che sconsigliano scommesse direzionali, i mercati obbligazionari sono da anni sostenuti artificialmente dalle banche centrali. Secondo i calcoli di Bank of America, circa 51 trilioni di dollari sono a rischio nel caso di un improvviso balzo all’insù della volatilità sui tassi. Se il mercato cominciasse a prezzare l’abbandono delle politiche accomodanti, la volatilità aumenterebbe rapidamente, lo abbiamo sperimentato nel 2013.

Anche la componente obbligazionaria del portafoglio va dunque ampiamente diversificata, meglio se con strumenti decorrelati, strategie relative value e absolute return.



Carlo Benetti è Head of Market Research and Business Innovation di GAM (Italia) SGR S.p.A.

www.gam.com seguiteci anche su:



Disposizioni importanti di carattere legale

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.