

L'ALPHA E IL BETA

16 ottobre 2017

L'inflazione che fa la differenza

La differenza tra la normalizzazione graduale delle politiche monetarie o accelerata la farà l'inflazione, le cui nuove dinamiche sembrano sfuggire anche ai banchieri centrali

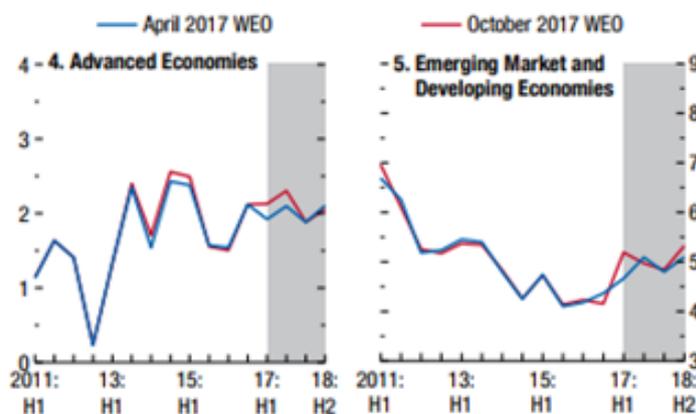
“Il nostro obiettivo era quello di tenere la politica monetaria quanto più noiosa possibile” racconta Mervin King, ex capo della Banca d'Inghilterra. Le parole del banchiere centrale rivelano in filigrana il malinconico rimpianto di un'epoca ormai finita, forse per sempre. Quel desiderio di tediosità, di nascondimento dalla ribalta è malamente fallito, “solo un eremita o qualcuno rimasto su un'isola deserta potrebbe definire ‘noiosi’ gli ultimi dieci anni”, aggiunge.

La gravità della crisi ha letteralmente sbattuto i banchieri centrali in prima pagina, il mondo si stava avvitando nella peggiore crisi finanziaria degli ultimi settant'anni, le misure delle banche centrali costituivano l'ultima difesa tra l'ordine e il caos.

Senza volerlo, i banchieri centrali hanno tolto la ribalta alle star di Wall Street, celebrate nella letteratura e nel cinema. I tassi a zero o negativi, le misure non convenzionali, la concertazione, hanno salvato il sistema finanziario dal collasso e hanno aperto la nuova era definita “New Normal”. L'esplorazione delle nuove frontiere della politica monetaria ha originato nuove vulnerabilità, e oggi forse neppure gli stessi banchieri centrali hanno le idee chiare. “In Cina abbiamo imparato molto dal modello occidentale di mercato come sostegno all'industrializzazione e a più elevati standard di vita, e vogliamo imitarlo” ricorda Mervin King di un dialogo con un alto esponente della banca centrale cinese nel 2011, che mise poi il veleno nella coda, “non credo però che voi abbiate ancora capito come far funzionare il sistema finanziario e bancario”.

Che abbia avuto ragione il banchiere cinese? I nuovi “padroni dell'universo” hanno davvero compreso come funziona la nuova economia globale? “I loro modelli economici non funzionano” scrive il FT “e crescono i dubbi sul fatto che conoscano davvero le conseguenze sull'economia reale dei tassi di interesse e altre misure monetarie”.

Per il Fondo Monetario il mondo sta molto meglio rispetto a un anno fa, la crescita dell'economia sarà di 3,6% nel 2017 e di 3,7% nel 2018, stime riviste entrambe al rialzo di 0,1%.



Crescita del PIL mondiale (fonte IMF World Economic Outlook Oct2017, CPB Netherlands Bureau of Economic Policy Analysis; Haver Analytics; Markit Economics, IMF Staff estimates)

“La crescita prosegue in Europa, Giappone, Cina e Stati Uniti” scrive Maurice Obstfeld Capo Economista del Fondo “le condizioni finanziarie restano favorevoli ovunque, e sembra che i mercati finanziari non si aspettino agitazioni nel prossimo futuro, anche se la Federal Reserve proseguirà il processo di normalizzazione e la Banca Centrale Europea darà gradualmente avvio al suo”.

“Considerevole eccezione” in un quadro complessivamente favorevole è la Gran Bretagna. Sono state riviste al ribasso le performance economiche del 2017 così come le previsioni di lungo termine. “E’ la rivincita degli esperti”, scrive Barry Eichengreen, dileggiati nelle settimane successive al referendum, quando in un primo momento sembrava che tutto stesse procedendo al meglio.

L'economia va bene ma resta l'incertezza su come funzioni davvero il suo nuovo motore: anche ai massimi giri della piena occupazione, negli Stati Uniti e in alcune regioni europee, non genera i gas di scarico dell'accelerazione dei prezzi. La

Banca dei Regolamenti Internazionali ha già messo in dubbio la verosimiglianza dell'obiettivo di inflazione al 2%, il suo capo economista Borio ammette che "è difficile evitare di chiederci quanto ne sappiamo davvero dell'inflazione".

"L'inflazione farà la differenza" scrive Martin Wolf "tra un ciclo restrittivo che potrà essere tranquillo oppure accidentato". Due scenari che avrebbero conseguenze diverse sui mercati e sui portafogli. Se l'inflazione accelerasse, prendendo di sorpresa anche i banchieri centrali, costringerebbe questi ultimi ad accelerare a loro volta il passo della normalizzazione, con un generale innalzamento dei rendimenti.

Le pressioni salariali non tarderanno a manifestarsi, dicono i banchieri centrali, e in breve l'inflazione tornerà a essere un tema in agenda, dunque è perfettamente ragionevole che le politiche monetarie invertano la rotta. Il punto cruciale è se l'inversione di rotta sarà davvero graduale, come sembrano credere i mercati, oppure se a un certo punto dovrà accelerare. Per il momento le banche centrali confermano l'obiettivo al 2%, allungando l'orizzonte temporale per raggiungerlo, i rischi di una accelerazione dei prezzi non sono elevati ma, appunto, siamo nell'ambito dell'incertezza.



Indicatori del mercato del lavoro tornati a livelli precedenti la crisi (fonte: Bureau of Labor Statistics, Federal Reserve, FT)

C'è anche chi pensa che gli obiettivi di inflazione dovrebbero invece essere aumentati. Richard Thaler ad esempio, l'economista di Chicago appena premiato con il Nobel per l'Economia 2017, pensa che il livello di inflazione tollerabile dovrebbe essere portato al 3%.

Nel suo "Misbehaving", Thaler racconta una curiosa esperienza che ebbe all'inizio della carriera di insegnante, alle prese con una prova di esame ritenuta troppo difficile dagli studenti. L'obiettivo del giovane professore era l'individuazione di tre gruppi di studenti: il gruppo degli studenti più brillanti, il gruppo un po' più numeroso degli studenti nella media,

e il terzo gruppo composto dai più indolenti. Le domande più difficili, utili a identificare gli studenti del primo gruppo, furono la causa dei problemi. Il punteggio medio delle prove era di 72 su 100, sufficiente per un buon voto finale, ma gli studenti erano comunque insoddisfatti, la carriera del giovane insegnante avrebbe potuto essere danneggiata. Thaler, che non intendeva cedere e rendere l'esame più facile, uscì dal dilemma con un'idea originale. L'esame avrebbe conservato la stessa difficoltà ma il punteggio sarebbe stato calcolato su 137 punti anziché 100. Gli studenti continuarono ad avere una media del 70% di risposte positive ma il punteggio assoluto, su base 137, diventava 96!



Richard H. Thaler, Premio Nobel per l'Economia 2017 (fonte: Chicago Booth, University of Chicago)

"Gli studenti erano contentissimi" scrive Thaler "il cambiamento non modificava i punteggi reali, eppure tutti erano felici". Gli studenti avevano familiarità con il punteggio in centesimi e il calcolo mentale delle percentuali su 137 non era immediato. Una cosa analoga accade ai risparmiatori italiani, che hanno in mente i rendimenti sibaritici dei titoli di Stato dei decenni precedenti ma non ricordano il valore dell'inflazione.

Fu l'esperienza con gli studenti a suggerire a Thaler un nuovo modo di guardare all'inflazione, e lo provò con un esperimento.

In un'area colpita dalla recessione c'è un'azienda che assume. L'alta disoccupazione consente all'azienda di abbassare i salari del 7%. Bene, il 62% degli intervistati riteneva ingiusto il comportamento dell'azienda, accettabile solo al 38% del campione.

Alle stesse persone venne poi proposto un caso leggermente diverso. C'è sempre un'azienda che assume personale in un'area colpita dalla recessione e anche da un'inflazione al 12%. In questo caso l'azienda decide un incremento dei salari del 5%.

Il comportamento dell'azienda venne ritenuto accettabile dal 78% degli intervistati, solo per il 22% si trattava di un comportamento ingiusto.

Il risultato finale è il medesimo in entrambe le situazioni, una perdita del salario reale del 7%. Ma solo il taglio dei salari

nominali viene percepito come iniquo, mentre è ritenuto accettabile un aggiustamento imperfetto all'inflazione, perché in ogni caso il movimento del valore nominale è "all'insù".

La percezione diversa dipende dal diverso "incorniciamento" con il quale vengono presentati i termini della questione, Thaler suggerisce allora alle banche centrali di tollerare un po' più di inflazione, quando si presenterà, e di alzarne il valore nominale al 3%, dando così spazio ad adeguamenti parziali dei salari reali per favorire occupazione e ripresa.

Per il momento però la ripresa c'è ma l'inflazione stenta ad arrivare al 2%. Le banche centrali, la Federal Reserve per prima, devono decidere il passo del ritorno alla normalità delle condizioni monetarie, che non sia né troppo veloce né troppo lento.

Una accelerazione dell'inflazione sembra oggi improbabile ma chi si sente di escludere il rischio?

Viviamo un tempo di "incertezza radicale", scrive King, che i modelli probabilistici non riescono a catturare del tutto, meglio non rischiare sulla direzionalità. Nei portafogli ben costruiti ci dovrebbe essere buon equilibrio tra esposizioni direzionali e strategie decorrelate (per quanto possibile), strumenti "fixed income replacement", strumenti passivi su mercati efficienti e attivi capaci di catturare davvero "alpha". Continueremo a parlarne anche il prossimo 31 ottobre a Milano, al **GAM Equity Day**.

Ah, un'ultima cosa. Nelle interviste rilasciate nei giorni successivi alla comunicazione del premio Nobel, Richard Thaler ha rimarcato che tra i numerosi errori comportamentali che si possono commettere quando si tratta di risparmi, il peggiore è l'overconfidence, l'eccesso di fiducia nelle proprie capacità di valutazione.



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.