

ANNI SETTANTA

La Federal Reserve è stretta tra il rallentamento dell'economia, la sfiducia dei mercati, la difesa della propria indipendenza dalle pressioni presidenziali.

Uno dei primi atti della presidenza di Richard Nixon, nel 1969, fu la nomina del nuovo capo della Federal Reserve. Nixon scelse Arthur Burns, un rispettato economista dalle impeccabili credenziali: professore alla Columbia, capo del Comitato dei consiglieri economici del presidente Eisenhower, riconosciuto esperto delle dinamiche dei cicli economici. Ma più dell'impeccabile curriculum contò la sua solida lealtà repubblicana, di cui la Casa Bianca avrebbe approfittato.

L'insediamento del nuovo capo della Federal Reserve coincise con i primi segnali dell'inflazione, fino ad allora trascurabile e che proprio con Burns cominciò ad accelerare e ad andare fuori controllo.

Gli anni Settanta furono quelli dell'alta inflazione e della bassa crescita, il neologismo "stagflazione" indicava l'inedito mix di crescita dei prezzi, alta disoccupazione e stagnazione economica.

Ma perché la banca centrale americana si lasciò scappare di mano l'inflazione? La letteratura e gli studi su quegli anni sono sostanzialmente d'accordo su un punto, la politica monetaria fu eccessivamente espansiva quando avrebbe dovuto essere restrittiva. E la responsabilità non fu del solo Arthur Burns, nelle (non) scelte della Fed ci fu anche l'influenza nefasta di Tricky Dick, il soprannome che scolpiva la spregiudicatezza del presidente americano.

Negli anni del suo mandato Arthur Burns tenne un diario nel quale annotò con scrupolo gli accadimenti dei quali fu protagonista. Pensieri evidentemente non destinati alla pubblicazione, pungenti i giudizi sulle persone, espliciti gli insulti dispensati con equanime prodigalità a esponenti repubblicani e democratici. Curiosamente, ebbe parole di apprezzamento per il vice presidente Spiro Agnew, "un uomo onesto" che però dovette dimettersi in seguito alle accuse di corruzione, estorsione ed evasione fiscale.



Arthur Burns, prima di diventare ambasciatore nella Germania Federale, fu presidente della Federal Reserve dal 1970 al 1978. Fonte: Wikipedia

Ma al di là dei giudizi su persone di cui pochi conservano la memoria e che appartengono alla cronaca di quegli anni, il diario di Burns è interessante perché rivela le pressioni e l'insistenza con la quale il Presidente Nixon esigeva una politica monetaria asservita ai suoi interessi elettorali. Burns era un uomo ambizioso, compiaceva Nixon per avere il privilegio di esserne il principale suggeritore. Per l'ambizione di sussurrare all'orecchio del presidente sacrificò l'indipendenza della banca centrale. Nonostante i primi segnali di inflazione, Burns allentò la politica monetaria, l'economia americana crebbe e crebbe il gradimento di Nixon nei sondaggi.

Ma i politici che negano le leggi di gravità dell'economia hanno ragione solo per breve tempo, nel lungo termine prevalse infatti l'inflazione e ci vollero la tenacia e l'abilità di Paul Volcker, capo della Fed dal 1979 al 1987, per rimettere le cose a posto. Ma la terapia shock di Volcker, che portò i tassi al 20%, fu al costo di una grave recessione, di disoccupazione elevata e di alti costi sociali.



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

Il grave errore di Arthur Burns resta scolpito nella storia economica, un monito su quanto sia importante prestare fede ai meccanismi dell'economia e cosa significhi preservare il valore dell'indipendenza delle banche centrali dal potere politico, una lezione che rischia di essere dimenticata non solo negli Stati Uniti.

Le personalità in gioco oggi sono molto diverse, Trump non è Nixon, che ebbe comunque una sua tragica grandezza, e tantomeno Powell non è Burns, ma c'è qualche analogia con il passato nel tentativo del presidente americano di annoverare la Fed tra gli "amici".

Se Nixon usava le tecniche del "nudging", della spinta gentile con l'ambizioso e manipolabile Burns, Trump non è altrettanto sottile, l'anno scorso non esitò a varcare la soglia del rispetto dell'indipendenza della banca centrale dando dei "pazzi, del tutto fuori strada" ai membri del Board. Powell riuscì ad arginare l'irruenza presidenziale cambiando radicalmente il linguaggio, e così a gennaio la pazienza sostituiva il pilota automatico di dicembre, il previsto aumento dei tassi veniva messo in pausa, le ultime dichiarazioni hanno poi esplicitamente aperto alla possibilità di un taglio dei tassi, a dispetto del fatto che appena poche settimane fa la bassa inflazione fosse "fenomeno temporaneo".

Difficile dare torto al FT: "la spiegazione di Powell era quasi certamente sincera, ma l'impressione che fosse stato convinto da Trump è stata rovinosa".



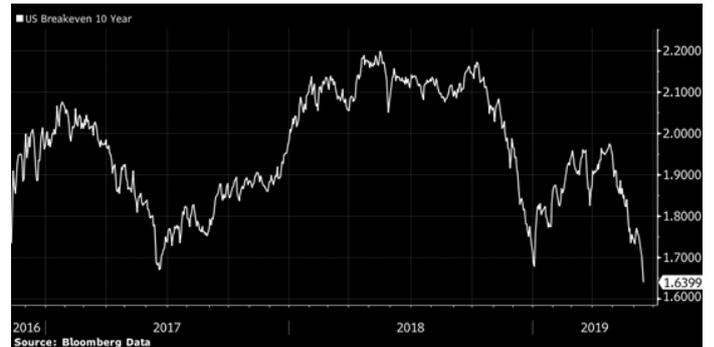
"Le parole sono importanti" dice Michele in Palombella rossa (1989)

L'attesa per la riunione della Federal Reserve di questa settimana non è tanto su cosa farà, una decisione sui tassi è poco probabile, ma su cosa dirà. "Bisogna trovare le parole giuste, le parole sono importanti" fa dire Nanni Moretti al protagonista di Palombella rossa.

Alla luce degli ultimi dati sull'economia americana, la banca centrale potrebbe amplificare il registro accomodante, rivedere al ribasso stime di crescita e di inflazione, aggiornare le previsioni sui tassi rappresentate nel grafico a pallini.

Non solo Fed. Questa settimana ci saranno le riunioni della Bank of Japan e della Bank of England, oggi comincia a Sintra, in Portogallo, il meeting annuale della Banca Centrale Europea: anche in tutti questi casi sarà importante la scelta delle parole.

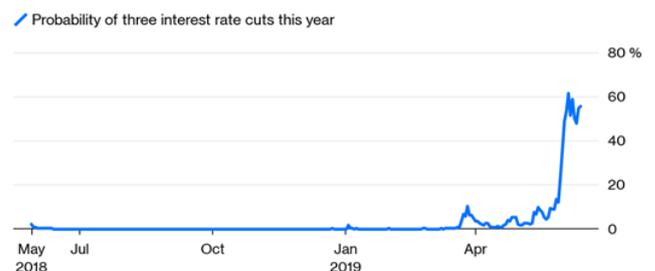
In questo scenario, cominciano a incrinarsi le certezze di chi ha scommesso sugli asset rischiosi: l'inflazione al consumo negli Stati Uniti è stata al di sotto delle attese, 1,8% dal precedente 2%, l'argomento di Powell in merito alla "transitorietà" della bassa inflazione si fa più debole. Il mercato, che non ha davvero creduto alle recenti analisi della Fed, registra puntualmente e il break-even dell'inflazione attesa si sta riavvicinando ai minimi di gennaio



I tassi di inflazione USA stimati dalle curve di break-even, ai livelli del 2016. Fonte: Bloomberg.

I mercati credono sempre meno alla capacità delle banche centrali di raggiungere gli obiettivi di inflazione, talmente scettici da non credere neppure nel successo di un taglio dei tassi con la disoccupazione a livelli non visti da cinquant'anni.

Se a questo aggiungiamo i timori (giustificati) sugli effetti nefasti dell'incertezza politica, si spiegano i dodici trilioni di obbligazioni a rendimento negativo in giro per il mondo, plastica evidenza del ritorno del registro "risk off".



Le aspettative dei mercati sul comportamento della Fed sono radicalmente cambiate nel giro di poche settimane. Fonte: Bloomberg

I rendimenti dei decennali di qualità hanno infatti registrato nuovi minimi, il Treasury è attorno al 2%, il Bund in territorio negativo a -0,27%, la ricerca di sicurezza continua un po' ovunque. Già non c'era molto entusiasmo sulla possibilità che il G20 di Osaka portasse qualche risolutiva novità, l'attacco alle petroliere nel golfo di Oman e le tensioni con l'Iran hanno fatto il resto nell'aumentare l'entropia, Treasury e Bund hanno spazio per scendere ancora.

In questo mese la lunga fase espansiva avviata nel giugno del 2009 compie il decimo compleanno, ancora poche settimane e, se le cose non cambieranno radicalmente, questo ciclo economico diventerà il più lungo dal 1854, superando i 120 mesi del periodo 1991-2001. E' stato un decennio eccezionale, nel senso letterale di "ciò che costituisce eccezione, deroga dalla norma ordinaria": la crescita economica è stata modesta, vale la pena annotare che il 22% di aumento del PIL registrato a marzo è molto distante dal +43% del decennio 1991-2001 e ancor più dal +54% della fase espansiva durata dal 1961 al 1969.

Ciò nonostante, la disoccupazione è scesa al di sotto del "tasso NAIRU" (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment), quel livello non univoco (4% per gli economisti della Fed), al di sotto del quale l'inflazione dovrebbe aumentare e, invece, non aumenta, non ci sono le pressioni salariali previste dai modelli. La stranezza disorienta gli osservatori e incuriosisce gli economisti, sono stati rispolverati vecchi strumenti dell'analisi neo-keynesiana come la curva di Phillips, lo strumento che registra la correlazione tra l'abbassamento della disoccupazione e l'incremento dell'inflazione. Morta o solo dormiente? Spoiler: dormiente.

"L'elemento più importante che spiega la lentezza della crescita dei salari" scrive il nostro Larry Hatheway "è probabilmente la debole crescita della produttività; negli ultimi dieci anni la produttività media del lavoro, negli Stati Uniti come in molte altre economie avanzate, è crollata, nonostante l'avanzamento tecnologico, il lavoratore medio non è divenuto più produttivo".

Nell'agosto scorso fu lo stesso Powell a ricordare che "l'inflazione potrebbe non essere più il principale o il migliore indicatore di un mercato del lavoro al massimo e di crescenti pressioni sull'utilizzo delle risorse ... nelle ultime due recessioni gli eccessi destabilizzanti sono derivati soprattutto dai mercati finanziari e non dall'inflazione".

Nel nostro piccolo, ci sentiamo di esortare a non ripetere l'errore che commise Burns negli anni '70, quando sottovalutò l'inflazione perché non si era mai davvero manifestata nel decennio precedente. Diamoci appuntamento al 31 luglio, la prossima riunione della Federal Reserve sarà certamente più ricca di aspettative.

Per maggiori informazioni visitate il sito 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.