

# LA REGINA ROSSA E L'EPISTEMOLOGIA FALLIBILISTA

Dopo quarant'anni, la Fed cambia radicalmente la sua politica contro l'inflazione, tollerata anche sopra il 2%. Il discorso di Powell segna il passaggio tra un "prima" e un "dopo", un segnale potente ai mercati finanziari che hanno già registrato la novità strutturale

Da quasi quarant'anni l'estate finanziaria termina a Jackson Hole.

Nei primi anni, il convegno di Jackson Hole era un seminario organizzato dalla Federal Reserve di Kansas City e aveva un valore squisitamente locale, il primo evento del 1978 era dedicato al commercio globale di prodotti agricoli, un aspetto rilevante giusto per l'economia dello stato del Missouri.

Il salto di qualità avvenne nel 1982, il convegno era dedicato alle "Questioni di Politica Monetaria negli anni '80" e il capo della Fed di Kansas City Roger Guffey invitò Paul Volcker. Volcker fece un discorso di spessore, era appena cominciata la guerra all'inflazione.

Da allora la partecipazione del capo della Fed è diventata una presenza costante e Jackson Hole una delle occasioni più significative per fare il punto della politica monetaria americana.

Nel 2012 era attesissimo l'intervento di Mario Draghi, ma in quelle settimane il neo presidente della Banca Centrale Europea era alle prese con la crisi del debito e rinunciò a partecipare.

Quest'anno non c'è stato il tradizionale ritrovo dei banchieri centrali, non ci sono state conferenze né soirées in giacca nera, ma l'appuntamento è stato onorato, le attese di "Jackson Hole" come occasione per conoscere meglio le intenzioni dei banchieri centrali non sono state deluse, tutt'altro!

Il discorso di Powell in video-conferenza ha segnato il passaggio tra un "prima" e un "dopo".

La politica monetaria deve fare i conti con una curva di Phillips da tempo piatta (ma non defunta), con tassi di crescita tendenzialmente più bassi della media di lungo termine, con aspettative di inflazione basse.

Concetti noti da tempo ma mai espressi in modo così esplicito, l'ancoraggio della politica monetaria a queste condizioni è destinato a durare molto tempo.

Powell si è mosso nel sentiero dell'epistemologia fallibilista secondo la quale la conoscenza non è mai assoluta, procede per ipotesi e congetture che falsificano le ipotesi precedenti.

Nella filigrana delle parole di Powell c'era anche il meta-messaggio che fino ad oggi la politica monetaria è stata mal tarata, troppo concentrata sulla disoccupazione e sul suo livello "naturale" che non genera inflazione, il NAIRU così ben descritto nei modelli e altrettanto sfuggente all'osservazione empirica.

Il NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) non tiene conto dei cambiamenti radicali che nel frattempo si sono verificati nel mondo reale: l'avanzamento tecnologico, le nuove modalità della distribuzione, lo squilibrio demografico tra i paesi avanzati e quelli emergenti, il "great divide" della conoscenza che amplifica le disuguaglianze, tutti fenomeni che concorrono ad anestetizzare l'inflazione.

Un banchiere centrale deve conservare un elevato grado di obiettività, "il punto fondamentale è sapere che gli economisti ci dicono come pensare ma non cosa pensare ... mai confondere il mondo con un modello" esortava saggiamente Mervin King, all'epoca a capo della Bank of England, proprio a Jackson Hole nel 2005.



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

La pandemia è stata un “tail event”, ha scritto una ricercatrice della Columbia University in uno studio presentato al simposio, destinato a cambiare i comportamenti di aziende e consumatori per gli anni a venire, l'incertezza sarà l'ostacolo maggiore a una ripresa rapida e convincente.

L'ipotesi al centro delle riflessioni dei banchieri centrali è che l'economia globale resterà in una condizione di debolezza per un periodo prolungato e che sarà necessario mantenere altrettanto a lungo condizioni ultra espansive.

In “Alice attraverso lo specchio”, la bambina persa nel Paese delle Meraviglie incontra un curioso personaggio, la Regina Rossa e comincia a correre con lei. Eppure, nonostante la loro velocità, tutto ciò che è attorno a loro resta immobile.

“Secondo me siamo state tutto il tempo sotto questo albero, tutto è esattamente come prima” si stupisce Alice “al mio paese se si corre per così tanto tempo come abbiamo fatto noi in genere si arriva in un altro posto”.

“Che paese lento” risponde la Regina Rossa “qui, invece, devi correre più che puoi per restare nello stesso posto!”.



La Regina Rossa, illustrazione di John Tenniel per l'edizione del 1871 del libro “Attraverso lo specchio” di Lewis Carroll. Fonte: Le Scienze.

Nella teoria dell'evoluzione l'Effetto Regina Rossa si riferisce all'ipotesi che le specie devono costantemente evolversi ed adattarsi semplicemente per sopravvivere. Gli economisti Daren Acemoglu e James Robinson applicano l'effetto Regina Rossa all'evoluzione degli equilibri tra Stato-Leviatano e società civile.

In definitiva, l'effetto Regina Rossa descrive una condizione in cui si corre per conservare la posizione iniziale.

Si può riconoscere un Effetto Regina Rossa anche nella politica monetaria, le banche centrali hanno iniziato a correre nel 2009, quando con strumenti e modalità inedite hanno cercato di far ripartire l'economia, ma in realtà sembra che non si siano mai mosse. L'economia globale è ancora in condizioni di debolezza e ha ancora bisogno di politiche monetarie ultra-espansive.

Oltre alle parole dette, ci sono le parole che Powell non ha detto. Le parole non dette riguardano la “forward guidance”.

Adam Posen del Peterson Institute annota che qualsiasi riferimento alla forward guidance “avrebbe costituito una distrazione dal messaggio principale ... la forward guidance non fa salire l'inflazione quando fattori reali la spingono verso il basso”.

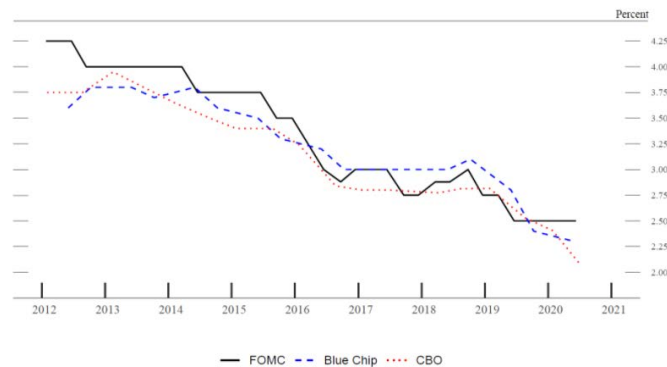
Altre parole non dette riguardano il bilancio.

Nel 2017 Janet Yellen aveva cominciato la graduale normalizzazione della politica monetaria, aveva aumentato in tassi e, nel settembre, aveva dato inizio al programma di riduzione del bilancio che dopo tre round di acquisti straordinari aveva superato i 4,5 trilioni di dollari.

Con il Covid-19, e le sue pesanti ricadute sull'economia, è scattato l'effetto Regina Rossa, la Fed si è mossa ma non si è spostata, l'economia del post-Covid ha ancora bisogno del sostegno decisivo della liquidità, il bilancio è risalito a oltre i sei trilioni di dollari. Del resto anche il bilancio è solo uno strumento, non costituisce di per sé motivo di preoccupazione.

Le parole non dette sono state una scelta deliberata di Powell che ha voluto evitare distrazioni dal messaggio principale, il radicale cambio di strategia della Fed verso l'inflazione frutto della revisione strategica avviata nel 2019.

E' davvero un cambiamento radicale perché indicare il 2% come “livello medio” di inflazione desiderato significa essere disposti a tollerare tassi di inflazione superiori.



Proiezioni dei tassi USA nel lungo periodo. Fonte: Federal Reserve.

Tutto sommato la questione per il momento non si pone: l'inflazione costituirà un comodo strumento per ridurre il peso del debito senza ricorrere a scelte politiche impopolari come l'aumento delle tasse o i tagli di spesa, ma tassi di aumento dei prezzi superiori al 2% sono ancora lontani.

Powell ha presentato la linea della Federal Reserve ma lo spazio di differenziazione per le altre banche centrali resta davvero limitato.

Soprattutto per la BCE, che ha uno statuto diverso con il solo mandato della stabilità dei prezzi e porta con sé l'eredità culturale della Bundesbank: è davvero difficile immaginare che a Francoforte potranno tollerare livelli di inflazione superiori al 2%.

La revisione strategica che Christine Lagarde ha istituito subito dopo il suo insediamento e che si concluderà nel 2021 ha ora un nuovo argomento da approfondire, la conciliazione tra l'obiettivo di una crescita dei prezzi "inferiore ma vicina al 2%", le condizioni strutturali dell'economia globale, la nuova stance della Fed di Powell.

Resta il segnale potente ai mercati finanziari: il rapporto di cambio tra l'euro e il dollaro ha immediatamente registrato il passaggio con un rafforzamento della moneta unica che rischia di mettere sotto pressione le esportazioni.

I rendimenti obbligazionari resteranno ancora per molto tempo schiacciati al pavimento, il momentum resta favorevole alle azioni e all'oro. Chissà cosa direbbe il buon Keynes nel vedere il prezzo della "barbara reliquia" oltre i duemila dollari l'oncia e atteso in ulteriore apprezzamento.

Si può notare un effetto Regina Rossa anche nei listini azionari. Dopo il grande panico dello scorso marzo, gli indici hanno ripreso a correre mentre gli utili attesi sono prima crollati, poi hanno mostrato un segnale di ripresa nelle attese per l'anno prossimo, in fase con le notizie dall'economia reale.

Il PIL della Germania nel secondo trimestre è crollato di quasi il 10% eppure il dato è stato migliore delle attese, soprattutto l'indice che rileva la fiducia di imprese e famiglie è migliorato per tre mesi consecutivi. Lo stesso vale per gli Stati Uniti, a dispetto del disastro nella gestione dell'emergenza sanitaria. L'attività manifatturiera è ripartita in Cina, con positive ricadute sui paesi vicini, aiutati anche dal dollaro debole.



Agosto record per le principali borse. Fonte: FT, FactSet.

Ci sono dunque le premesse per un proseguimento del tono positivo dei mercati. Resta naturalmente l'imprevedibilità della politica, le elezioni americane sono la wild card.

Nonostante sia Trump che Biden siano noti ai mercati (la Bidonomics non costituirà una vera e propria sorpresa), la campagna elettorale si sta pericolosamente polarizzando ma su questo avremo modo di tornare.

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.