

SMETTO QUANDO VOGLIO

Non è cambiata la politica monetaria ma è cambiato il registro comunicativo della Fed. “Smetto quando voglio” sembra dire il Comitato che governa i tassi a proposito della stance ultra-accomodante: è un esercizio difficile, da una parte l’inflazione, dall’altra i rischi di instabilità finanziaria

Qualcosa è cambiato.

E' cambiata la disposizione dei punti sul grafico a pallini del FOMC, è cambiata soprattutto la semantica del linguaggio dei banchieri centrali americani.

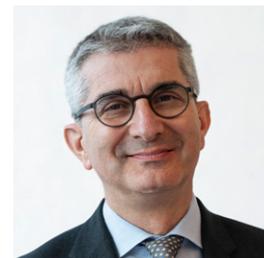
La politica monetaria non è cambiata ma il Comitato che governa i tassi ha voluto comunicare che osserva con diligenza gli sviluppi dell’economia e il movimento dei prezzi. La riunione della scorsa settimana ha segnato il passaggio a una condizione nuova.

Lo stato di salute dell’economia americana visto con le lenti della Fed è ulteriormente migliorato, la crescita di quest’anno è prevista del 7%, 0,5% più di quanto previsto a marzo, e sopra il 3% nel 2022. La disoccupazione è prevista a 3,8%, l’inflazione è attesa a 3,4% nel 2021, un punto più alta rispetto alle valutazioni di marzo, in discesa verso il 2% negli anni successivi.

Uno scenario che ha portato il FOMC ad anticipare il momento in cui si discuterà del rientro dai programmi di acquisto dei titoli, necessaria ouverture che prelude l’intervento sui tassi.

Nella settimana dei punti, quelli conquistati dalla nazionale italiana e quelli segnati sul grafico a pallini, resta irrisolto anche il punto partita con una pallina che, come nel film Match Point, resta in bilico sul nastro della rete. Non sappiamo su quale metà campo cadrà l’inflazione, “non lo sappiamo noi e non lo sapete neppure voi” sembra dire Powell in filigrana.

Per Mohamed El-Erian la Fed sta giocando una partita pericolosa, continua a rimanere “dietro la curva” in una fase in cui la ripresa “deve essere robusta, durevole, inclusiva, sostenibile e non esposta alla preoccupante instabilità del mercato finanziario”. Powell e gli altri membri del Board della Fed fanno di giocare sul filo dell’equilibrio, è ancora vivida la memoria del 2013, quando Bernanke provò a ricordare una semplice verità, che un disequilibrio, per sua stessa natura, o si riassorbe verso l’equilibrio o si trasforma in equilibrio nuovo. Prima o poi le politiche straordinarie devono rientrare verso l’ordinario, provò a dire Bernanke nella primavera del 2013. La reazione fu il “taper tantrum”, letteralmente lo “scatto d’ira per l’affievolimento” della politica monetaria, si verificarono il brusco apprezzamento del dollaro, l’aumento del rendimento del Treasury e un imponente deflusso di capitali dai mercati emergenti.



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

Variable	Median ¹			
	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	7.0	3.3	2.4	1.8
March projection	6.5	3.3	2.2	1.8
Unemployment rate	4.5	3.8	3.5	4.0
March projection	4.5	3.9	3.5	4.0
PCE inflation	3.4	2.1	2.2	2.0
March projection	2.4	2.0	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.0	2.1	2.1	
March projection	2.2	2.0	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.6	2.5
March projection	0.1	0.1	0.1	2.5

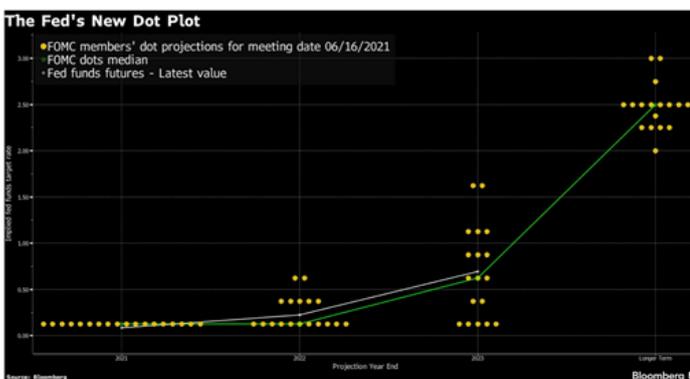
Fonte: Federal Reserve, giugno 2021



P. Picasso "Acrobata e giovane equilibrista"
(1905, Museo Puškin delle belle arti, Mosca)

"Smetto quando voglio" sembra dire la Fed, Powell sa di dover prestare estrema attenzione alla scelta di ogni singolo termine: deve preparare senza affrettarsi, avvertire senza inquietare, svelare senza sorprendere.

La sintesi senza sfumature fatta dai mercati la settimana scorsa è stata negativa, le azioni hanno avuto la peggiore performance settimanale degli ultimi quattro mesi, le società a minore capitalizzazione hanno pagato un pegno ancora più forte, l'indice Russell 2000 è sceso di oltre il 4%. Per le stesse ragioni è tornato l'interesse per i trend secolari come quello della tecnologia. Senza sorpresa, data la sua sensibilità alla parte corta dei tassi, il dollaro ha ripreso forza nei confronti di tutte le valute, di conserva con il rendimento del Treasury a due anni.



Il "grafico a pallini" del FOMC mostra il cambio di aspettative sui tassi dei membri del Comitato rispetto allo scorso marzo. Fonte: Bloomberg.

La Fed tiene d'occhio i mercati, consapevole delle conseguenze di un errore di comunicazione, e i mercati scrutano con attenzione le parole, le opere e le omissioni della Fed, alla ricerca di quale sia il punto di equilibrio, quello che Thomas Schelling definiva il punto focale.

Nella dimostrazione messa a punto dall'economista americano, a due giocatori viene mostrato un disegno con quattro quadrati contigui, tre di colore blu, uno di colore rosso. I due non possono comunicare tra loro e devono individuare il quadrato che anche l'altro giocatore sceglierà. Senza conoscersi e senza comunicare, è molto probabile che entrambi indichino l'unico quadrato di colore rosso. Parimenti, se dovessimo incontrare qualcuno nel centro di Milano e non potessimo comunicare, probabilmente andremmo a piazza Duomo.

In entrambi i casi scatta il medesimo meccanismo mentale che per Schelling è "l'aspettativa di ogni giocatore su quello che gli altri si aspettano che lui si aspetti di fare". Il quadrato rosso non ha caratteristiche migliori o peggiori rispetto ai quadrati blu e piazza Duomo è frequentata come piazzale Cadorna o Cinque Giornate ma, come il quadrato rosso, risulterebbe il più probabile "punto focale".

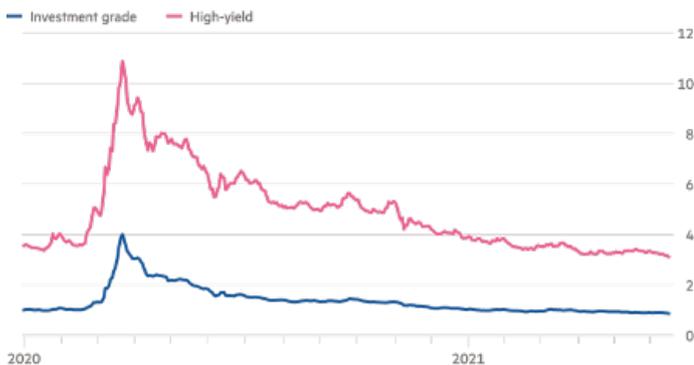
Il "punto di Schelling" della Fed e del mercato è ancora da definire. Il sondaggio che la Bank of America conduce periodicamente tra i portfolio manager mostra che la gran parte di essi è su "posizioni rialziste di crescita permanente, inflazione transitoria e un pacifico affievolimento degli acquisti da parte della Fed ... le posizioni preferite sono su settori e società spinte da un tasso di crescita economica sostenuto, commodity, titoli del settore dell'energia, società industriali e finanziarie". Per il 72% degli intervistati l'inflazione è un fenomeno temporaneo ma lo scenario è comunque troppo roseo, non tiene conto degli acquisti della Fed che condizionano fortemente i tassi: con valutazioni a questi livelli, un inatteso cambiamento di scenario renderebbe improbabile la "pacificità" di qualsiasi tapering.

La realtà è che siamo in territori mai esplorati prima, la stessa Fed deve trovare il suo punto focale, l'equilibrio tra le valutazioni azionarie da una parte, alle quali hanno concorso anche politiche monetarie accomodanti, e dall'altra il debito, pubblico e privato, ulteriormente dilatato nell'anno della pandemia.

Tassi alti renderebbero gravoso il peso del debito pubblico sui governi e sarebbero deflagranti nel debito privato, il differenziale tra il rendimento delle obbligazioni corporate e i Treasury è arrivato ai livelli più bassi in dieci anni, un progressivo restringimento favorito dal graduale recupero della fiducia nella ripresa dell'attività economica.

Investors are demanding less yield to lend to US companies

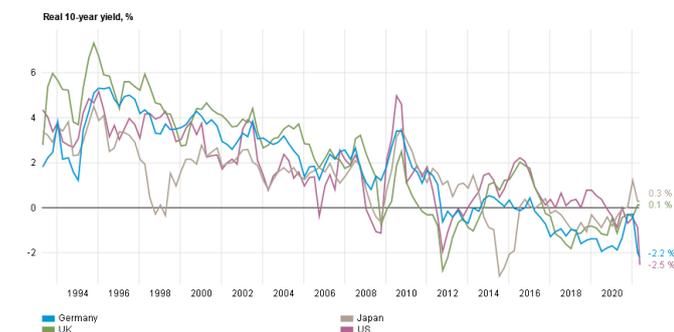
Spread on US corporate bonds, by rating (percentage points)



Source: ICE BofA Indices
© FT

High Yield sempre meno "high.yield". Fonte: FT, ICE BofA Indices.

Nello scenario di lungo termine, quello del ritorno alle condizioni pre-Covid 19, il tasso naturale di crescita resterà più basso rispetto alla media storica. Non è scomparso l'eccesso di risparmio globale, il "saving glut" che eccede gli investimenti e che sino a oggi ha costituito una forza strutturale contro l'aumento dei tassi e dell'inflazione.



Debole la traiettoria della crescita implicita. Fonte: GAM Investments, Bloomberg.

Powell sa che se ritirasse i sostegni con troppa fretta rischierebbe un terremoto sui mercati finanziari analogo a quello dell'estate del 2013 e metterebbe a rischio il momentum della ripresa economica.

L'altro punto di equilibrio è dunque quello della comunicazione, poter dire ai mercati "smetto quando voglio" ed essere creduti. I livelli attesi di inflazione a cinque anni, misurati dal break-even del titolo a cinque anni, sono tornati indietro, a conferma della fiducia nella tempestività delle azioni della Fed nel riportare sotto controllo l'inflazione nel medio termine.

Per il momento il Reflation Trade (il momentum positivo dei mercati favorito dalle attese di ritorno graduale alla normalità) è stato scosso ma non eliminato, almeno nell'immediato futuro la politica monetaria resterà accomodante, l'inflazione continua a essere considerata un fenomeno transitorio e non dimentichiamo l'altro mandato della Fed, quello della piena occupazione, mancano ancora circa tre milioni di posti di lavoro per tornare ai livelli occupazionali di prima della pandemia.

La conferma della preferenza per le azioni è pragmatica, sostenuta dall'outlook di breve termine del Fed Model, dal fatto che la Fed non si discosterà da quanto ha detto, dal premio al rischio che al 3% resta su livelli di equilibrio. Il CAPE, il rapporto prezzi utili aggiustato per il ciclo economico, sugli attuali valori di 35x proietta una ragionevole attesa di rendimenti azionari tra il quattro e il cinque percento.



Fonte: GAM Investments, Robert Shiller

Una ultima annotazione a margine.

Pochi giorni fa, il 18 giugno, ricorreva l'anniversario della nascita di Franco Modigliani, avvenuta a Roma nel 1918. Modigliani è stato il primo italiano, benché naturalizzato americano, a vincere il premio Nobel per l'Economia. Dei tanti contributi che diede alla scienza economica, particolare rilievo ha la sua teoria del "ciclo vitale del risparmio" che fonda sull'intuizione che gli obiettivi del risparmio non sono finanziari ma extra-economici, orientati alla sicurezza individuale o familiare nel lungo termine.

"Risorse da spendere più tardi, messe da parte in periodi di vacche grasse per essere consumate in periodi di vacche magre al fine di mantenere un consumo medio stabile nel corso della vita ... periodi di vacche grasse come l'età centrale della vita di un uomo, periodi di vacche magre come l'età successiva al pensionamento". Per gli psicologi il risparmio risponde primariamente a un innato bisogno di sicurezza, è funzione dell'appagamento dei desideri immediati e del condizionamento esterno di certi tipi e livelli di consumo. Per gli economisti gli individui risparmiano per costituire riserve di valore per fronteggiare gli imprevisti, per garantirsi tranquillità economica al termine dell'attività lavorativa, per beneficiare degli interessi e dell'aumento del capitale.

Il risparmio è particolarmente rilevante nell'economia italiana, lasciato sui conti correnti è vulnerabile all'azione corrosiva dell'inflazione. Costituisce il carburante per il motore dell'economia che ha problemi di crescita e, con l'eccezione di alcuni settori, di produttività stagnante.

A sistemare il motore della crescita della produttività sono indirizzati alcuni provvedimenti del PNRR, far arrivare il carburante è un aspetto che interpella anche la consulenza finanziaria nella sua funzione sociale.

Diminuire l'eccesso di liquidità sui conti correnti e diversificare le fonti di rischio vuol dire irrobustire il patrimonio finanziario di un risparmiatore e trasformarlo, nello stesso tempo, in investitore. Questo è l'aspetto privatistico del rapporto tra un risparmiatore-investitore e il suo consulente di fiducia. Diminuire l'eccesso di risparmio e facilitare l'immissione di risorse nel circuito del reddito risponde alla funzione sociale della professione.

Ne sarebbe compiaciuto Bernardino da Feltre, il frate che "inventò" i Monti di Pietà. Bernardino riteneva che la moneta tesaurizzata, "inagita" ovvero non operosa, fosse un peccato. Se le risorse finanziarie non sono impiegate in finalità produttive restano sterili oggetti, diceva Bernardino, solo la moneta investita, movimentata, diventa capitale: "moneta potest esse considerata vel rei vel, si movimentata est, capitale".



Franco Modigliani (1918-2003)

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.