

DOLCETTO O SCHERZETTO?

Ad Halloween torna la paura. Non sono solo i bambini a bussare alle porte, dopo anni di assenza bussa ai portoni dell'Eccles Building a Washington e alla torre della BCE a Francoforte il Convitato di Pietra dell'inflazione; i banchieri centrali si interrogano se sia solo travestita da fenomeno pauroso oppure se sotto il travestimento la minaccia sia reale.

Per le antiche popolazioni celtiche il 31 ottobre era l'ultimo giorno dell'anno, terminava la stagione dei raccolti e iniziava il rigore dell'inverno, nelle lunghe serate di gelo le storie spaventevoli raccontate al fuoco aiutavano a esorcizzare la paura del mistero e della morte.

Il 31 ottobre era la notte magica, la notte di Samhain, nella quale agli spiriti dei morti era concesso di scendere sulla terra per terrorizzare i vivi. In quella stessa notte gli abitanti dei villaggi irlandesi, inglesi, scozzesi si aggiravano per le strade mascherati con teste e pelli di animali per spaventare a loro volta gli spettri.

Attorno al IV secolo, la Chiesa cattolica aveva stabilito la festa di Tutti i Santi nella prima domenica dopo Pentecoste poi, per facilitare la conversione al cristianesimo delle popolazioni celtiche, spostò la celebrazione al 1° novembre. La sovrapposizione della festa cristiana con le antiche credenze pagane è all'origine delle rappresentazioni macabre di Halloween. Il primo riferimento letterario alla festa lo dobbiamo a Shakespeare, nella commedia "Measure for Measure" fa riferimento a qualcuno "morto ad Hallowmas", morto cioè nella "Notte di tutti gli spiriti sacri".

All Hallow's Day arrivò negli Stati Uniti con l'immigrazione irlandese nel XIX secolo, i bambini con macabri travestimenti che bussano alle porte chiedendo "dolcetto o scherzetto?" sono eco sbiadita degli antichi celti che in quella stessa notte indossavano teste e pelli di animale. Privata del senso religioso e dimenticate le radici precristiane, Halloween è la festa che conosciamo.



Salvator Rosa (1615-1673), Streghe e Incantesimi (1646, National Gallery, Londra)

Quest'anno però non sono solo i bambini a bussare alle porte. Dopo anni di assenza, bussa ai portoni dell'Eccles Building a Washington e alla torre sorta sul vecchio Grossmarkthalle a Francoforte il Convitato di Pietra dell'inflazione, i banchieri centrali si interrogano se sia solo travestita da fenomeno pauroso oppure che sotto il travestimento la minaccia sia reale.

Nel terzo trimestre l'economia americana è cresciuta del 2% annualizzato, al di sotto delle attese di 2,7% e in decisa flessione rispetto al 6,7% del secondo trimestre. I venti contrari sono stati le difficoltà di approvvigionamento, le varianti del coronavirus, il rallentamento della spesa nei consumi. Quest'ultimo aspetto merita speciale attenzione.

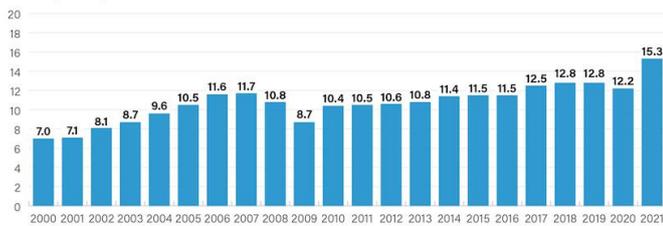
Le strozzature e i ritardi si stanno manifestando lungo l'intera catena della fornitura: nelle manifatture e negli impianti di assemblaggio in Asia, nei porti di arrivo, nello smistamento delle merci su strada o ferrovia. Ma i paragoni con gli anni Settanta, con la stagflazione o con l'assenza di merci dagli scaffali come accadeva nella Russia sovietica sono del tutto impropri.



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

L'attività manifatturiera procede a ritmi intensi, le statistiche mostrano che l'attività di spedizione e movimentazione nei porti è sui livelli massimi. Il Comitato dei Consiglieri Economici della Casa Bianca scrive che quest'anno i porti americani "movimentano in realtà più merci rispetto al 2000 (circa il 19% più dei due anni pre-pandemia 2018 e 2019)".

Port of Los Angeles and Port of Long Beach cumulative imports and exports through September (millions of TEUs)



Source: Haver analytics, CEA.

L'attività cumulata dei porti di New York e Los Angeles (in mil di TEU, unità standard di container. Fonte: GZero World di Ian Bremmer, Haver Analytics, White House Council of Economic Advisors)

Gli aiuti straordinari alle famiglie e l'accumulo di risparmio hanno dato ai consumatori americani una disponibilità finanziaria altrettanto eccezionale che viene spesa tutta in una volta, reazione naturale ai lunghi mesi di limitazioni alla mobilità e alle chiusure. La voglia di normalità, di ritorno alla vita di relazione e alle abitudini consuete si manifesta anche nel ritorno alle spese e ai consumi.

Ma le chiusure, ovviamente, avevano coinvolto anche l'offerta. Sia nelle economie sviluppate che in quelle emergenti i confinamenti e le chiusure avevano interrotto le produzioni, la riapertura ha trovato l'offerta impreparata alla pressione improvvisa e concentrata nel tempo della domanda.

"La produzione, i nuovi ordini, il tasso di crescita e le assunzioni sono estremamente robuste e sopra la media" scrive la Fed di Dallas nel suo report periodico sull'attività economica del Texas. In definitiva, la domanda si è ripresa molto più in fretta dell'offerta, la penuria di beni è dovuta al fatto che c'è più denaro da spendere e viene speso tutto nello stesso momento, le catene dell'offerta non riescono, pur accelerando i ritmi, a tenere il passo.

E' probabile che tali sfasature durino ancora mesi, "fino a 2022 inoltrato" ha detto Pete Buttigieg, Segretario ai Trasporti, ma sono destinate al riassorbimento in fase con le vaccinazioni e con i consumi che rientreranno dai picchi verso livelli ordinari. Il Comitato dei Consiglieri Economici della Casa Bianca scrive che la pressione sulle catene della fornitura dovrebbe rientrare con "la graduale diminuzione del Covid-19 e con il ribilanciamento delle spese da parte dei consumatori".

In questo contesto, la diminuzione dei consumi rispetto agli eccezionali livelli di picco è una buona notizia, segnala l'inizio del rientro dagli eccessi.

Un secondo aspetto di cui tenere conto è la velocità con cui è cresciuta l'inflazione, balzata agli attuali livelli nel giro di pochi mesi e, inoltre, ha mostrato una forte correlazione con la riapertura delle attività (che, beninteso, non significa causalità).

Questi tre fenomeni (picco della domanda, rapidità dell'aumento, correlazione con le aperture) non dicono, né potrebbero farlo, quanto sarà duraturo il fenomeno ma sono forti indizi di temporaneità: da soli non bastano a spiegare un cambio di regime come avvenne nel 1965, quando il genio dell'inflazione uscì dalla lampada, o nel 1979, quando il nuovo presidente della Fed, Paul Volcker, invertì lo scenario stroncando la crescita dei prezzi.



Daniel Maclise (1806-1870), "Snap Apple Night" (1833, Collezione privata)

Un rischio di scenario è l'errore che potrebbero commettere i banchieri centrali che si muovono in un passaggio stretto, da una parte la loro credibilità, dall'altra i limiti della politica monetaria alle prese con i rendimenti da tenere sotto controllo per non esacerbare il debito e i futuri investimenti destinati al controllo del riscaldamento del pianeta.

Questa è la settimana delle banche centrali, la Federal Reserve mercoledì, la banca centrale australiana martedì, la Bank of England giovedì: quest'ultima potrebbe mettere mano ai tassi ma ha a che fare con una condizione interna nella quale le conseguenze della pandemia si sommano a quelle della Brexit. Cosa risponderanno alla domanda "dolcetto o scherzetto?". Se propenderanno per il dolcetto, accettando cioè un'inflazione fintamente paurosa, da Halloween, metteranno in gioco la loro credibilità futura.

Sappiamo cosa ha risposto Christine Lagarde. La presidente della BCE ha scelto senza esitazione il dolcetto dell'inflazione che non fa paura, la ripetizione durante la conferenza stampa, per tre volte, della parola "inflazione" sembrava ricordare i tre accordi iniziali dell'inizio del Flauto Magico la cui interpretazione esoterica suggerisce che tutto va nel migliore dei modi, che "ogni cosa è giusta e perfetta".

L'assertività di Christine Lagarde era finalizzata a rassicurare i mercati: ci vorrà più tempo ma l'aumento dei prezzi sarà riassorbito. L'inflazione è dovuta all'attrito tra la domanda effervescente, +2,2% il Pil dell'Eurozona nel terzo trimestre, e le strozzature dell'offerta; per questo non siamo preoccupati, dice Lagarde, l'aumento dei prezzi del +4,1% in ottobre è in larga misura dovuto ai costi dell'energia: depurata da questi e dai prezzi degli alimentari, l'inflazione "core" è a 2,1%.

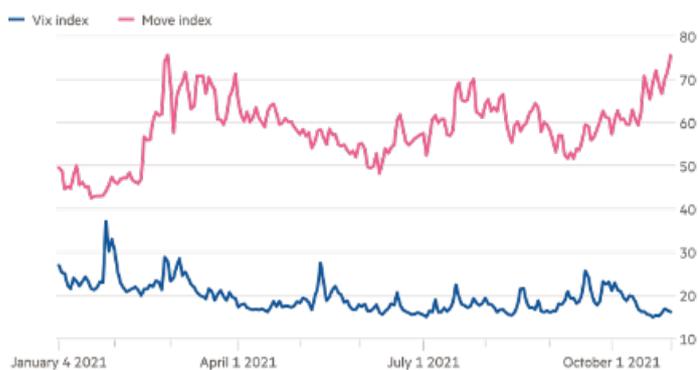
Il fenomeno dell'aumento dei prezzi sarà temporaneo dicono a Francoforte, la rotta è tracciata e la navigazione procederà ordinata "chech  ne pensino i mercati", dice non esplicitamente ma in filigrana Lagarde.

I mercati questa volta non hanno dato retta, la settimana scorsa i movimenti dei rendimenti sono stati particolarmente bruschi, l'idea   che le banche centrali si siano accorte del fenomeno in ritardo e siano ora costrette ad accelerare il cambio di policy. Il MOVE, l'indice che misura la volatilit  delle obbligazioni,   ai massimi (Scary MOVE,   davvero il caso di dire!), come se il mercato volesse vedere le carte dei banchieri centrali, saggiarne la resistenza.

Ma merita di essere notato che, per ragioni anagrafiche, molti operatori non hanno mai avuto diretta esperienza dell'inflazione, ne misurano la transitoriet  in settimane, si allarmano per valori che, in relazione storica, non sono ancora allarmanti: il rischio di eccesso di reazione   concreto ed   conveniente per le banche centrali stare per un po' "dietro la curva", alleggerendo cos  il peso reale del debito e non ostacolando i finanziamenti ai progetti finalizzati alla transizione energetica.

US stocks have remained tranquil despite turbulent bond market

Implied volatility gauges for S&P 500 and US Treasury bonds



Source: Refinitiv
  FT

Scary MOVE: mentre il VIX non mostra segni di tensione, l'indice MOVE, che misura la volatilit  delle obbligazioni,   ai massimi. Fonte: FT, Refinitiv.

Domani sera sapremo cosa risponder  Jerome Powell, se riterr  l'inflazione solo travestita o se riterr  davvero minacciosa la sua persistenza.

Sarebbe auspicabile che Powell commentasse le aspettative dell'inflazione dando indicazioni sulle possibili risposte di policy della banca centrale o, meglio ancora, commentasse quel 50% di probabilit  di un aumento dei tassi a met  del prossimo anno stimato dal mercato, fortemente in anticipo rispetto a quanto

indicato. Il tapering comincer  come annunciato: nell'intervallo di tempo trascorso dall'ultima riunione non si sono verificati particolari cambiamenti inoltre, forse soprattutto, il mandato del presidente   in scadenza, Powell non ha nessun interesse a fornire argomenti di discussione o di controversia mentre viene vagliata la possibilit  del suo reincarico.



Edward Munch (1863-1944), "La donna Vampiro" (1895, Nasionalgalleriet Oslo)

Le previsioni, scriviamo spesso in queste colonne, sono sempre scritte sulla sabbia e in particolare quelle sull'inflazione. Lo rimarc  anche Alan Greenspan nel 1999 "le previsioni sull'inflazione e la crescita negli Stati Uniti, comprese quelle formulate dal Federal Open Market Committee, in genere sono sempre state errate per molti anni. L'inflazione futura   stata regolarmente sovrastimata e la crescita attesa sottostimata".

Cautela dunque nel modificare l'allocazione tattica del portafoglio sulla base delle previsioni o degli eccessi di reazione del mercato, le trimestrali continuano a dare combustibile alle borse, le prospettive di crescita restano favorevoli, sostenute nel breve termine dalla ricostituzione delle scorte, nel pi  lungo termine dagli ingenti investimenti destinati alla transizione energetica. La Federal Reserve si   lasciata le mani libere fino a met  dell'anno prossimo, quando il riassorbimento degli acquisti giunger  al termine e sar  la volta della leva dei tassi, per adesso ancora annunciata a distanza di qualche trimestre.

Combattere contro le banche centrali   sempre rischioso, se non altro perch  non sono mai a corto di munizioni.

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 responsabilit  in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non   un indicatore dell'andamento attuale o futuro.