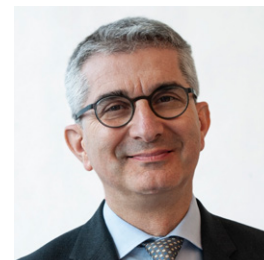


IL REALISMO DI UN BANCHIERE CENTRALE

A Jackson Hole Jerome Powell è stato soprattutto realista, ha ribadito la determinazione a stroncare l'ascesa dei prezzi senza però vincolare le scelte future della banca. Come Powell, anche l'investitore dovrebbe adottare uno sguardo di realismo, guardare con prudenza alle difficoltà del breve termine senza lasciarsi catturare dalla "trappola del presentismo".



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

Luglio è stato un mese effervescente, uno dei mesi migliori degli ultimi due anni.

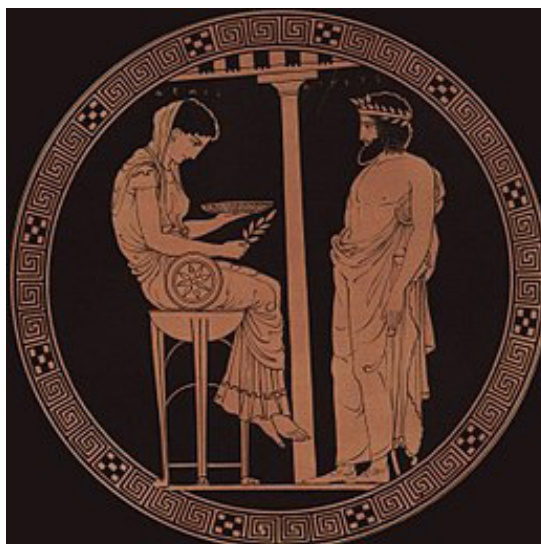
A guardare meglio, le performance sono state fortemente concentrate su pochi titoli e il combustibile del rally dello S&P 500, quasi il 9%, è stato soprattutto nella speranza che la Federal Reserve inverta i tassi nel corso del 2023.

L'impennata dei prezzi del gas ha riportato i mercati a fare i conti con la realtà, le parole e le opere delle banche centrali vengono soppesate attentamente e una maniacale accuratezza viene riservata alle parole del presidente della Federal Reserve.

L'Economist ha rievocato la distinzione che fece Jeffrey Campbell, all'epoca capo della Fed di Chicago, tra stili diversi della comunicazione dei banchieri centrali. La "forward guidance" può essere "delfica" scrisse Campbell in un paper del 2012, oppure "odisseica".

Lo stile delfico è quello delle comunicazioni meramente indicative, generiche come le sentenze oracolari al tempio di Apollo a Delfi, indicazioni che consentano alle banche centrali di agire in modo difforme da quanto anticipato al cambiare delle condizioni economiche generali.

Al contrario, la comunicazione nello stile "odisseico" è impegnativa, le parole legano il banchiere centrale all'impegno assunto e sono come le corde che legarono Ulisse all'albero della nave.



Egeo, mitico re di Atene, consulta la dea Themis, divinità della legge e per Eschilo seconda detentriche dell'oracolo a Delfi. Fonte: Wikipedia.

Secondo Campbell e i suoi co-autori, i banchieri centrali adottano l'uno o l'altro stile in base alle condizioni di scenario e agli strumenti a disposizione, la finalità della comunicazione "odisseica", che si è affermata in seguito alla crisi finanziaria del 2008-2009, è quella di ancorare con fermezza le aspettative delle pubbliche opinioni e dei mercati.

Ad esempio, è stato “odisseico” l’impegno delle banche centrali a mantenere politiche espansionistiche fino a quando l’inflazione non fosse tornata prossima al 2%, è stata odisseica la Banca del Canada nell’aprile 2009 quando diede un orizzonte di quattordici mesi prima del primo rialzo dei tassi.

La contropartita delle promesse vincolanti è il rischio della perdita di credibilità. I mercati hanno memoria di elefante, diceva Luigi Einaudi, prestano estrema attenzione alle parole dei banchieri centrali e ne verificano costantemente la coerenza. L’appuntamento estivo più atteso con le parole dei banchieri centrali è naturalmente il simposio organizzato a Jackson Hole, nel Wyoming, dalla Federal Reserve di Kansas City.

Come tutti gli anni, il discorso più scrutato e soppesato è stato quello del presidente della Federal Reserve. In un intervento durato meno di nove minuti Jerome Powell si è concentrato soprattutto nel ribadire la determinazione a contrastare l’aumento dei prezzi. La rilevazione favorevole del mese di luglio è benvenuta, ha detto Powell, ma “il miglioramento di un solo mese è ben lontano da ciò che il Comitato ha bisogno di vedere prima di essere certi che l’inflazione si stia muovendo verso il basso”.

La determinazione di Powell era attesa, ciò che ha contrariato i mercati è stato il costo della lotta all’inflazione: “un prolungato periodo di crescita inferiore al trend” ha apertamente ammesso il capo della Fed “se da un lato l’aumento dei tassi di interesse, il rallentamento della crescita e l’indebolimento delle condizioni del mercato del lavoro faranno scendere l’inflazione, dall’altro comporteranno una certa sofferenza per le famiglie e le imprese”.



Il realismo nella pittura. Honoré Daumier (1808-1879), “Il vagone di terza classe” (1862, National Gallery of Canada, Ottawa)

La gran parte dei commenti ha incasellato l’intervento di Powell nella categoria “falco”. Le semplificazioni comunicative sono utili ma perdono sempre in profondità, la diade “falco-colomba” non sembra adeguata a spiegare compiutamente le parole di Powell che, a nostro parere, sono invece ascrivibili allo stile “delfico”.

Il presidente della Fed ha ricordato una verità ovvia, che non basta una rilevazione per indicare l’inversione di un trend, si “è concentrato sul presente”, come rimprovera El-Erian, ma non ha in alcun modo vincolato la politica monetaria futura che sarà determinata semmai “dall’insieme dei dati in arrivo e dall’evoluzione delle prospettive”.

Tenendo conto di quali saranno le condizioni dell’economia, “a un certo punto ... sarà probabilmente opportuno rallentare il ritmo degli aumenti”.

Powell è stato realista, non avrebbe potuto alzare i tassi prima, ricorda saggiamente Raghuram Rajan, perché avrebbe corso il rischio di rallentare la crescita e non avrebbe avuto adeguata copertura politica, ciò che invece accadrà ai tassi futuri è nell’ordine delle congetture, perché tutto gira attorno al prezzo del gas, una grandezza esterna al perimetro di intervento dei banchieri centrali.

L’intera storia del Novecento è stata modellata e orientata dalla lotta per la conquista delle fonti energetiche e in questi primi decenni del XXI secolo le cose non sembrano cambiate.

All’inizio del secolo scorso le trivelle dell’americana Standard Oil in America e della Anglo-Persian Company in Iran sostituivano il carbone e sovvertivano gli equilibri politici globali. Gran Bretagna e Germania realizzarono come in breve tempo i loro giacimenti di carbone non avrebbero più garantito l’indipendenza energetica, i nuovi carburanti derivati dal petrolio alimentavano i motori delle utilitarie come la Ford T ma spingevano a maggiori velocità anche le nuove navi da guerra.

Il petrolio accelerò la corsa e la competizione al controllo dei pozzi in Medio Oriente. L’importanza della nuova fonte di energia venne dimostrata nella Prima Guerra Mondiale quando “diventò la risorsa per eccellenza del Ventesimo Secolo” scrive lo storico Dan Tamir.

Negli ultimi decenni lo shale gas americano, finanziato dal debito, ha sfidato le esportazioni russe e scosso equilibri pluridecennali garantiti dall’Arabia Saudita, la guerra in Ucraina ha solo esacerbato una crisi energetica e strategica già in corso, il velo di Maya delle strozzature nell’offerta era stato sollevato nel 2021 dalla formidabile domanda cinese.



Il realismo nel cinema, una immagine di “Roma città aperta” di Roberto Rossellini, film del 1945

Norberto Bobbio scriveva che “l’atteggiamento pessimistico si addice di più che non quello ottimistico all’uomo di ragione” perché “l’ottimismo comporta pur sempre una certa dose di infatuazione, e l’uomo di ragione non dovrebbe essere infatuato”.

Il pessimismo di Bobbio era soprattutto realismo. “Il pessimismo non raffrena l’operosità, anzi la rende più tesa e diritta allo scopo”. Il dovere del realismo esclude le tentazioni di ottimismo in una crisi nella quale le grandi frizioni politiche e strategiche globali si mescolano alle dinamiche dei cicli economici ma, allo stesso modo, disincanto non vuol dire rassegnazione.

“Tra l’ottimista che ha per massima: ‘non muoverti, vedrai che tutto si accomoda’, e il pessimista replicante: ‘fa’ d’ogni modo quel che devi, anche se le cose andranno di male in peggio”, preferisco il secondo” scriveva sempre Bobbio.

Con realismo, per quanto sia sgradevole dal punto di vista dell’ambiente, bisogna riconoscere che la macchina della crescita globale ha ancora bisogno di combustibili fossili: da anni non sono più stati fatti investimenti significativi nell’estrazione e nell’esplorazione e oggi facciamo i conti con strozzamenti strutturali nella raffinazione. Lo sfasamento tra l’offerta e la domanda è una condizione destinata a prolungarsi nel medio periodo.

Sarà un inverno difficile, ai prezzi del gas stellari si aggiungerà il rischio della riduzione, o sospensione, delle forniture dalla Russia.

Il gas che brucia ai confini della Finlandia è plastica immagine delle contraddizioni e della posta in gioco: senza nessuna cura del futuro e dei rischi ambientali si inonda di CO2 il ghiaccio dell’Artico e si profila con nitore il vero obiettivo della Russia, trasformare la crisi energetica in crisi economica e alimentare in tal modo il malcontento nelle pubbliche opinioni.

La guerra economica tra Russia e Occidente è sempre più manifesta, il prezzo del gas ne è l’arma più efficace.

Per quanto si acceleri il passo verso le energie rinnovabili e la ricerca di alternative alle forniture russe, c’è bisogno di tempo. Mancano soluzioni tecnologiche per lo stoccaggio dell’energia pulita e ci vorranno anni per la messa in funzione di mini-reattori nucleari come quelli previsti nel Regno Unito. Tutte le alternative richiedono tempo, non rivedremo nel breve tempo l’energia a basso costo.

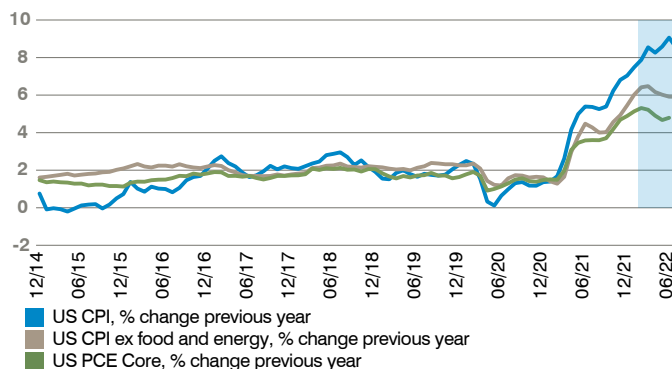


Enrico Mattei (1906-1962), fondatore dell’Eni e padre del gas italiano

È tempo di realismo anche per gli investitori. È stato realista Powell, non si può ancora parlare di recessione negli Stati Uniti, i due trimestri di contrazione si specchiano in un robusto mercato del lavoro e nei benevoli segnali dell’inflazione di base.

Ricordiamo anche quanto sia difficile prevedere le dinamiche future dell’inflazione, in questi anni ne abbiamo sperimentato l’imprevedibilità e proprio a Jackson Hole lo scorso agosto si parlava di inflazione transitoria. “La squadra che ritiene l’inflazione permanente sta vincendo” ha dichiarato il premio Nobel Richard Thaler qualche giorno fa “ma forse stanno cantando vittoria troppo presto”.

Buona parte dei prezzi elevati è dovuta ai prezzi dell’energia e alle difficoltà nelle forniture causate dalla politica cinese della tolleranza zero e delle conseguenti chiusure, fattori che ci si augura siano temporanei.



Primi segnali di distensione. Fonte: GAM Investments, Bloomberg. Gli strumenti finanziari citati sono forniti solo a scopo illustrativo e non devono essere considerati come una raccomandazione di acquisto o di vendita di titoli o di consulenza sugli investimenti. I risultati passati non sono un indicatore dei risultati futuri.

“Forse tra un anno ci saranno ancora scontri in Ucraina e ci sarà ancora il Covid in Cina” ha detto Thaler “speriamo che non sia così e se uno o entrambi i problemi si attenueranno, potrei vedere i prezzi scendere”.

Poche settimane fa scrivevamo che in presenza di molteplici variabili, quando è più difficile riconoscere i segnali dai rumori, vince chi sbaglia meno, chi controlla il gioco senza prendere rischi eccessivi (L'Alpha e il Beta 1° agosto 2022).

Il realismo impone la prudenza nel breve termine senza però smettere di guardare, realisticamente, al medio e lungo periodo superando le (comprensibili) ansie del presentismo.

Le preferenze settoriali di più lungo termine si orientano a settori grado di generare forti utili anche nelle fasi di bassa crescita, come ad esempio il tecnologico, o ad aree geografiche e paesi come emergenti e Cina. Gli emergenti pagano le conseguenze di due forti venti contrari, i costi dell'energia e il dollaro forte. D'altro canto, nel più lungo periodo il caso dei mercati emergenti come luogo di investimento per noi in GAM non cambia:

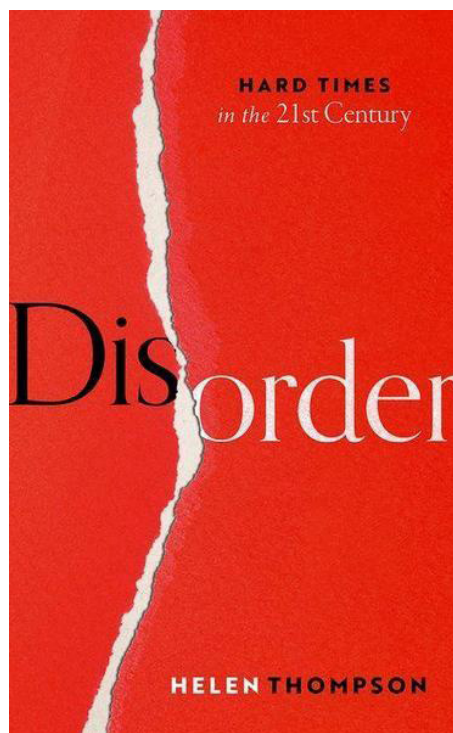
1. l'espressione mercati emergenti comprende aree e paesi tra loro molto diversi per sistemi economici e politici, la selezione e la gestione attiva sono strumenti irrinunciabili;
2. molti paesi emergenti sono più avanti nel ciclo di restrizione monetaria;
3. in termini aggregati i tassi d'interesse, le valute e i mercati del credito degli EM restano a buon mercato.

Un ultimo commento sulle scelte lessicali di alcuni giornali, ad esempio il Financial Times, che hanno scritto di “scommesse contro l'Italia”.

Le parole sono importanti, non ci sono scommesse “contro” l'Italia, anche i mercati sono realisti, valutano il nostro debito, i segnali di recessione nell'Eurozona, l'incertezza delle vicine elezioni politiche, la nostra dipendenza dalle importazioni di gas, le dichiarazioni di intenti formulate nella campagna elettorale. È normale che da queste analisi derivino nuove valutazioni del rischio paese e un re-pricing degli asset italiani.

Non è mai colpa dei mercati, sono le scelte dei governi a determinare i destini delle nazioni.

La lezione di Bobbio è che la storia è ambigua, nessuno conosce la direzione in cui essa procede e dunque vanno parimenti esclusi l'ottimismo fatuo nel progresso e il pessimismo rassegnato alla negatività. Un altro filosofo scriveva che il mondo è “la totalità dei fatti”, guardiamo realisticamente ai fatti, evitando scommesse e previsioni.



H. Thompson, “Disorder: Hard Times in the 21st Century”, 2022. È il racconto del momento politico attuale con tre grandi capitoli sulla geopolitica, sull'economia mondiale e sullo stato delle democrazie occidentali. La tesi dell'autrice è che i disequilibri derivano dalla competizione sul possesso delle energie fossili

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.