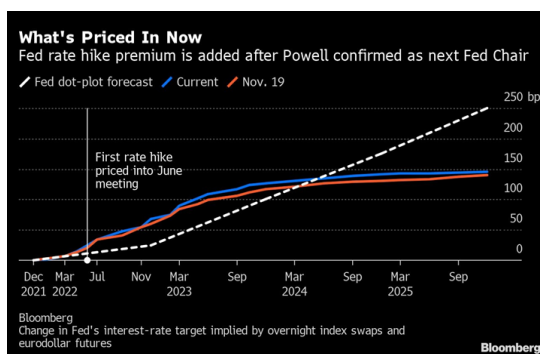


ANALISI DEI DISCORSI DEI GOVERNATORI DELLA FED, INFLAZIONE, E PROSPETTIVE FUTURE

Venerdì 27 agosto 2022 il governatore della banca centrale statunitense ha parlato per otto minuti descrivendo quella che, secondo la sua organizzazione, è la situazione economica finanziaria degli Stati Uniti. Nel corso dell'assai atteso intervento, Jerome Powell ha alluso alle intenzioni future della banca centrale, negli USA chiamata Fed (cioè federale), nei confronti dell'inflazione crescente che colpisce soprattutto i cittadini dei ceti medi e bassi perché tutto è diventato più caro mentre non è detto che siano aumentate in proporzione le loro entrate. Sulla base di questo discorso - in realtà ciò che ha detto di importante lo ha detto in soli due minuti - le borse statunitensi nel corso della giornata sono repentinamente calate e gli americani più ricchi hanno perso circa 80 miliardi di dollari. Una cifra ingente che corrisponde a più del doppio della manovra di bilancio varata dal primo ministro Draghi alla fine del 2021 e di quella che si dovrà varare tra poco. Ma qui non importa quanto hanno perso i principali azionisti delle più importanti società statunitensi quotate in borsa, quel che conta è la natura di quel che ha detto il Jerome Powell nel delineare un cammino di continui, risoluti, e necessari rialzi dei tassi d'interesse.

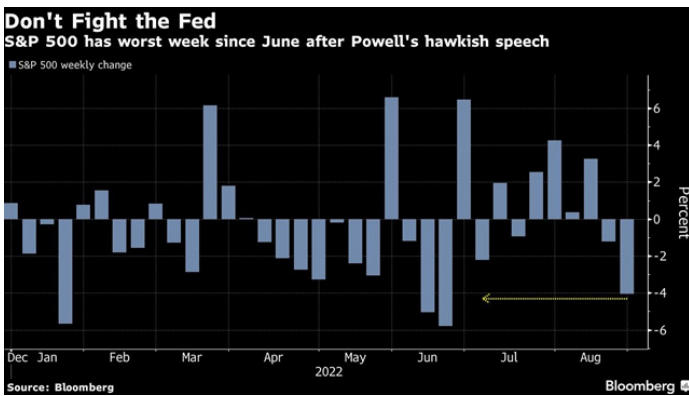


La figura relativa ai tassi impliciti e alla divergenza con la più ripida curva desunta dalle previsioni dei banchieri della Fed e del governatore della banca centrale statunitense (Fed) è rilevante. Dopo che Powell, è stato confermato le previsioni fatte dai membri della Fed sui tassi sono state divergenti in salita rispetto alle previsioni implicite nei future. Fonte: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-08-26/powell-s-jackson-hole-speech-erases-78-billion-from-richest-americans-fortunes>

A prima vista il discorso di Powell è stato interpretato come una minaccia per i ricchi detentori di pacchetti azionari di aziende che, con il costo del denaro più alto, faranno meno profitti. Ma anche come una promessa per più della metà dei cittadini statunitensi che soffrono dei prezzi crescenti dei beni di consumo e che non posseggono risparmi investiti in borsa. Eppure, in quei pochi minuti, Powell non si è veramente sbilanciato: ha precisato che quello che la Fed farà in futuro dipende da come andranno i dati sull'inflazione, l'occupazione e, più in generale, l'economia americana.



Prof. Paolo Legrenzi
Professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia



Mai contro la Fed! Questo motto popolare ha ricevuto conferma nella settimana seguita al discorso di Powell che è stato interpretato come una promessa/minaccia di rialzo dei tassi. Fonte: Bloomberg modificata.

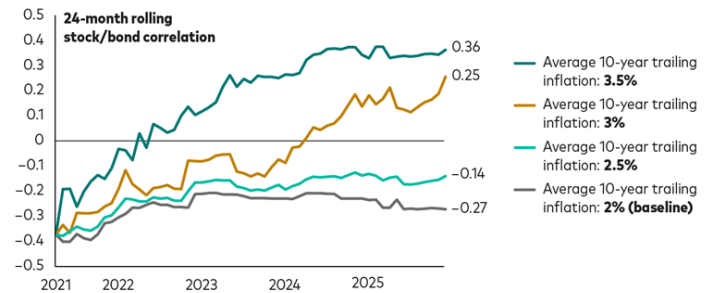
Carlo Benetti nel suo intervento su L'Alpha e il Beta del 29 agosto 2022 ha ricordato la distinzione di Jeffrey Campbell della Fed di Chicago, pubblicata in un paper del 2012 e ripresa nel 2013, tra stile di comunicazione "delfico" e stile di comunicazione "odisseico". Lo stile delfico è quello delle 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 strinsero Ulisse all'albero della nave. 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 a quelle implicite nell'andamento dei mercati.

Ad esempio – ricorda sempre Benetti - è stato "odisseico" l'impegno delle banche centrali a mantenere politiche espansionistiche fino a quando l'inflazione non fosse tornata prossima al 2%.

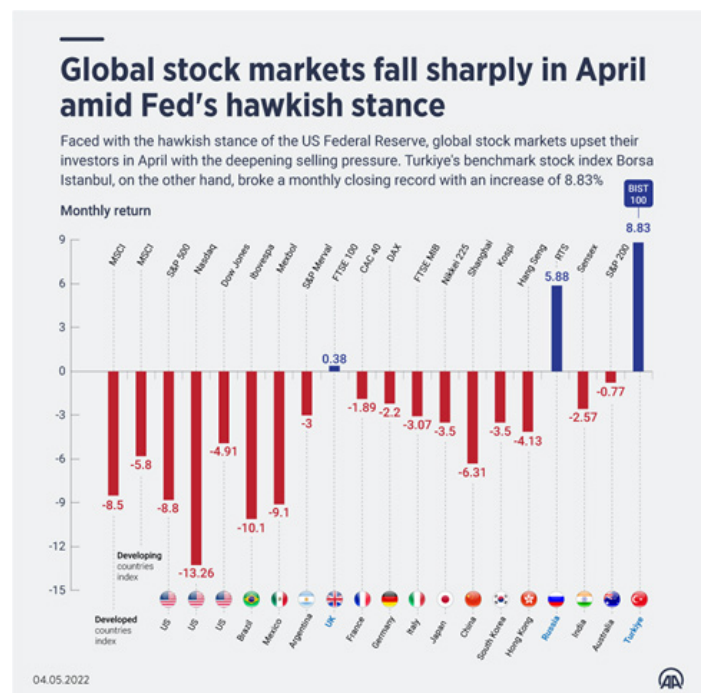
Come classificare allora l'intervento di Powell del 27 agosto 2022? Donato Masciandaro, sul Sole24Ore di sabato 28 agosto, ha commentato sinteticamente: "Powell ha parlato, ma non ha detto nulla... la nebbia ha avvolto sia la rotta passata che quella futura" (p.5). Non ha detto nulla anche perché ha precisato che le scelte sue e dei suoi collaboratori dipenderanno da una descrizione corretta delle condizioni economiche in un dato momento del futuro quando i membri della banca centrale USA si riuniranno di nuovo per decidere che fare. In altre parole si è lasciato le mani libere secondo lo stile "delfico". Se tecnicamente non ha detto nulla se non un'ovvietà, il tono è stato interpretato dai mercati come un'enfasi sulla lotta all'inflazione anche se il rialzo dei tassi farà soffrire un po' le borse e l'economia. Una prima conclusione è dunque il fatto che l'effetto delle sue parole non discende da quello che ha detto ma da come quel che ha detto è stato interpretato dai più in seguito al suo breve discorso. In contesti come quelli dei mercati borsistici il giudizio dei più è sempre più preciso e accurato del giudizio del singolo, per quanto esperto e preparato.

Per questo motivo gli operatori per solito non cercano veramente di capire l'analisi obiettiva dei governatori della Fed, ma quel che a loro importa è come i mercati interpreteranno tale analisi. Infine va detto che nella fretta di reagire alle dichiarazioni dei governatori della banca centrale americana spesso i mercati eccedono e poi, in seguito a una discesa che appare eccessiva, abbiamo una correzione che è sempre il tentativo di un ritorno verso una media storica che va al di là della giornata e dei tempi brevi.



La figura mostra come l'aumento dell'inflazione implichi una maggiore correlazione tra stock e bond e questo rende più difficile la diversificazione nei portafogli e il ricorso alla classica strategia 60/40 di cui ho parlato nelle lezioni precedenti (in particolare la lezione 469).

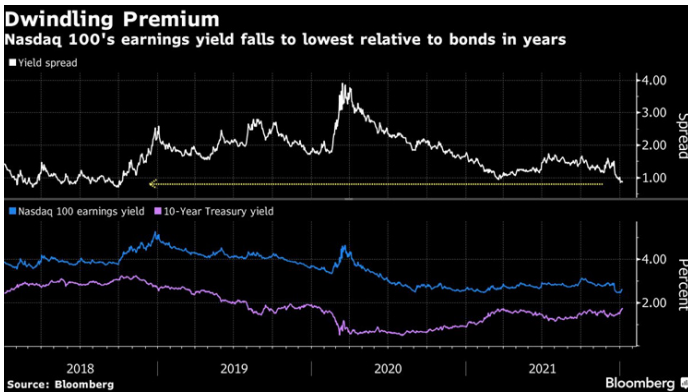
Più in generale, l'analisi delle interpretazioni dei discorsi dei governatori della Fed mostra quanto sia superata la distinzione classica tra conoscenza dei fatti, cioè l'episteme, garantita dal metodo scientifico, e le credenze soggettive, cioè la doxa: una distinzione che risale a Platone e che oggi è entrata a far parte del senso comune. Nel nostro mondo quel che conta e che muove i mercati sono le credenze soggettive.



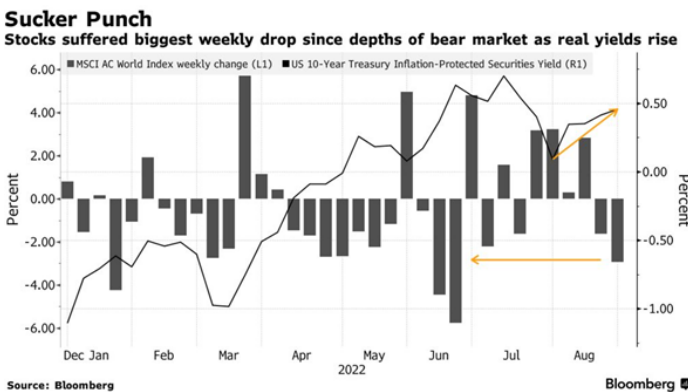
Già in aprile del 2022 si vede come la prospettiva di un rialzo dei tassi avesse depresso tutte le borse tranne quella turca dove, secondo le indicazioni del governo, viene mantenuto relativamente basso il costo del denaro scatenando una forte inflazione perché il presidente Erdogan ritiene che questa politica renda più probabile la sua rielezione. Fonte: Bloomberg modificata.

Con la fine di agosto si è chiusa definitivamente un'epoca anche per chi non voleva convincersene come il piccolo investitore retail statunitense. Un dodicennio favoloso è terminato e torniamo a quella "normalità" che la mia generazione ha già conosciuto: tassi in rialzo per combattere l'inflazione crescente. Diventa cruciale ora interpretare le dichiarazioni della Fed e le interpretazioni che ne vengono date, al di là della ingenua e diffusa concezione che al mondo ci sono solo i fatti, le conoscenze, e le opinioni, le credenze.

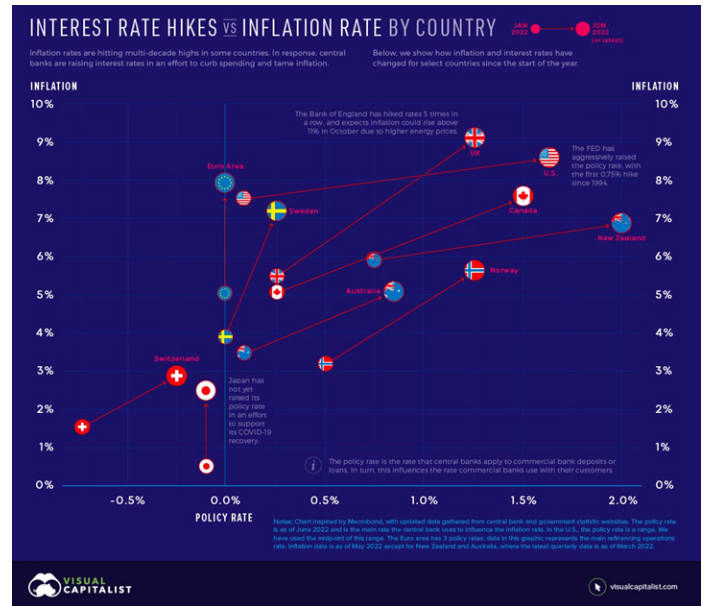
Infine, per capire come si sia chiusa una lunga epoca d'oro per chi aveva allocato i risparmi sul Nasdaq, la borsa più redditizia nel dodicennio ora terminato, una storia terminata per un lungo futuro a fronte dell'inflazione crescente di cui il Nasdaq soffre in particolar modo, si può constatare come i rendimenti dei titoli americani decennali e quelli del Nasdaq si siano avvicinati al punto che a fine settembre 2022 i primi superano i secondi.



Rapporto tra la convenienza dell'investimento sul Nasdaq rispetto ai Treasury statunitensi decennali. Fonte: Bloomberg modificata.



Ecco la rappresentazione visiva della fine di un'epoca: salgono i titoli statunitensi decennali che proteggono dall'inflazione e scende la borsa: agosto 2022 = un punto di non ritorno (purtroppo). Fonte: Bloomberg modificata.



Un quadro aggiornato: alla fine di settembre 2022, più di un mese da quando ho scritto questa lezione, la crescita dell'inflazione e dei tassi non sembrano diminuire e si presentano come una tendenza mondiale. Persino Svizzera e Giappone hanno un tasso di inflazione che sfiora il 3%. Fonte: Bloomberg modificata.

Prof. Paolo Legrenzi

Laboratorio di Economia Sperimentale
Paolo Legrenzi (Venezia, 1942) è professore emerito di psicologia cognitiva presso l'Università Ca' Foscari di Venezia, dove coordina il Laboratorio di Economia Sperimentale nato dalla partnership con GAM. È membro dell'Innovation Board della Fondazione Università Ca' Foscari.

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.

