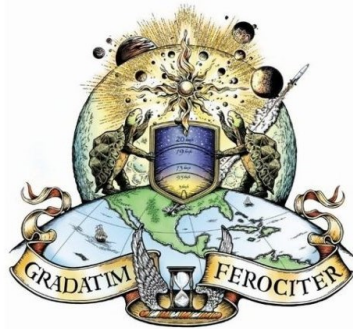


## GRADATIM, FEROCITER

Sette anni per passare da espansivi a neutrali



*Il logo di Blue Origin.*

L’Africa si avvicina all’Europa di due centimetri l’anno. Poca cosa, si dirà. Stare sulla stazione spaziale e guardare dall’alto questo riavvicinamento sarebbe piuttosto noioso. Questi due centimetri sono però sufficienti già oggi a causare frequenti terremoti lungo la dorsale appenninica e nel corso dei prossimi 250 milioni di anni faranno ruotare l’Italia verso nord est, renderanno gli Appennini paralleli alle Alpi e poi, dopo avere fatto sparire nell’ordine l’Adriatico, il Mediterraneo e la pianura padana, sbricioleranno l’Italia contro le Alpi, che torneranno ad alzarsi su livelli himalayani e faranno da nuovo confine tra Europa e Sahara.

Gradatim, ferociter (gradualmente, implacabilmente) è il motto che Jeff Bezos ha voluto per il suo vero grande sogno, che non è Amazon ma Blue Origin, il progetto che un giorno porterà milioni di esseri umani nello spazio ed estrarrà minerali dagli asteroidi. E Gradatim, ferociter ha fatto scrivere sui cappellini, le tazze da caffè, le magliette e gli stivali da cowboy che promuovono la sua visione.

Nel descrivere il programma di normalizzazione della politica monetaria americana la Yellen ha detto che sarà noioso come osservare la vernice che asciuga. È rarissimo che i banchieri centrali usino metafore e il ricorso della Yellen a una delle due espressioni che la lingua inglese adopera per descrivere un cambiamento lento e inoffensivo (l’altra è guardare crescere l’erba) ci dà l’idea di quanto la Fed voglia rassicurare i mercati e i politici da una parte e di quanto sia preoccupata dagli effetti che può avere una politica non più espansiva su un mondo pieno di debiti dall’altra.

Più della Yellen, a dire il vero, a chiarire il pensiero della Fed è stato Jerome Powell la settimana scorsa in un importante discorso, di quelli da mettere via e consultare periodicamente (il testo è disponibile sulla pagina iniziale della Fed). L’aggiustamento di rotta da espansivi a neutrali, ha ricordato Powell, è iniziato nel 2014, quando il Fomc ha deciso di terminare il Quantitative easing e ha avviato i preparativi per un ciclo di rialzo dei

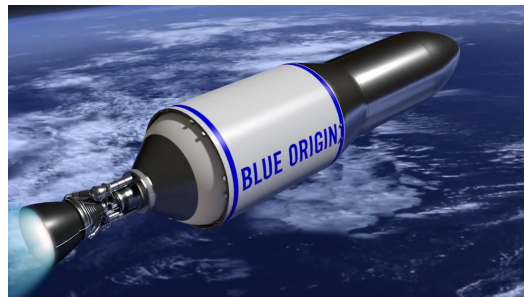
tassi. Questo ciclo è iniziato alla fine del 2015 con il primo rialzo dei Fed Funds, è proseguito con molta lentezza nel 2016 con un altro rialzo, sta accelerando nel 2017 con tre rialzi da una parte e dall'altra con l'avvio in settembre del Quantitative tightening (che la Fed non chiamerà mai così, ma insomma ci siamo capiti). Il Qt inizierà pianissimo, in modo da disturbare il meno possibile, ma si ingrosserà gradualmente nel corso del 2018 fino a raggiungere la rispettabile dimensione di 50 miliardi di dollari al mese. Nel 2018 ci saranno altri tre o quattro rialzi dei tassi, in modo da arrivare al tasso neutrale del 3 per cento (parliamo di tasso a breve) nel 2019.



*Bezos e il suo missile.*

Ma non finirà qui perché, come ha ricordato la Yellen, dal 2019 in avanti il tasso neutrale inizierà a sua volta a salire e la Fed, se vorrà mantenere neutrale la sua linea di politica monetaria, dovrà correrle dietro, probabilmente fino al 3.5. Il Qt, nel frattempo, immettendo 50 miliardi di bond al mese sul mercato fino alla fine del 2020, farà salire i tassi della parte lunga, nelle stime di Powell, di 85 punti base.

Dietro questa linea c'è l'assunzione da parte della Fed di tre ipotesi. La prima è che l'economia può ancora continuare a crescere del 2 per cento l'anno. La seconda è che l'inflazione, che da tre mesi si è presa una pausa, riprenderà a salire. La terza è che la curva di Phillips non è morta, ma solo intorpidita, e che di conseguenza l'inflazione salariale ripartirà.



*Con i profitti ricavati vendendo azioni Amazon.*

Un commento su queste tre assunzioni. Nel caso della crescita, bisogna tenere presente che le banche centrali, quasi per statuto, non prevedono mai le recessioni, pur sapendo benissimo che queste accadono ed essendone una delle cause più frequenti attraverso il rialzo dei tassi. Nei ragionamenti di Powell e della Yellen è sottinteso che, nel caso l'economia non dovesse riuscire a mantenere il passo del 2 per cento, il conto alla rovescia verso il tasso neutrale verrebbe immediatamente sospeso e si tornerebbe a una politica espansiva.

Sull'inflazione al consumo va detto che le banche centrali, pur sbagliando spesso anche loro, hanno la vista più lunga dei mercati. Oggi borse e bond hanno chiuso la pratica sull'inflazione e stanno rispolverando quella sulla disinflazione. I dati degli ultimi tre mesi mostrano l'inflazione in decelerazione e questo basta ai mercati per dire che in questo ciclo abbiamo già visto il picco. I mercati però guardano soprattutto l'inflazione anno su anno, ovvero l'inflazione del passato prossimo. La Fed, dal canto suo, guarda avanti e sostiene che l'inflazione riprenderà a salire.



Sul mercato del lavoro il Beige Book, redatto dalle Fed regionali, è un coro di lamentele per la difficoltà per le imprese di trovare personale adeguato. Questa difficoltà non riguarda solo le posizioni elevate di Silicon Valley, ma anche il negozietto di mamma e papà che cerca un commesso. In queste circostanze dare per morta la curva di Phillips ed escludere che si possa risvegliare all'improvviso è come minimo imprudente. Il negozietto non può usare un drone per fare le consegne e il giorno in cui troverà un commesso che non si presenti al colloquio di lavoro in bermuda e canottiera (è un caso citato nelle survey) lo dovrà per forza pagare di più.



*Bezos in sala di controllo.*

I mercati si aspettavano una Fed ammorbidita dagli ultimi dati sull'inflazione e hanno invece trovato una Fed che non ha cambiato una virgola nella sua strategia. La reazione di delusione è naturale ma rientrerà presto. Quello su cui bisogna però iniziare a meditare seriamente è che nell'atteggiamento delle banche centrali non c'è solo il gradatim che piace ai mercati, ma anche il ferociter che piace molto meno e che quindi si tende a rimuovere nelle analisi e nelle strategie.

Tradotto in pratica questo non significa che è arrivato il momento di vendere tutto. Significa però che, gradatim ma ferociter, nei prossimi mesi e trimestri si dovrà migliorare la qualità dei crediti in portafoglio o almeno ridurre la duration di quelli di più bassa qualità (è nel mondo dei crediti, più ancora che sull'azionario, che si annidano le aree di maggiore sopravvalutazione). Sull'azionario, in vista di una maggiore volatilità estiva e autunnale, bisognerà approfittare delle punte per alleggerire i settori che hanno corso di più negli ultimi tre mesi. Quanto alle valute, il decollo dell'euro è rinviato, non cancellato.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



**Disclaimer**

*Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.*

*La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza il Gruppo Kairos declina ogni responsabilità per errori od omissioni.*

*La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.*

*Nessuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.*

*La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome del Gruppo Kairos, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa ([kairos@imagebuilding.it](mailto:kairos@imagebuilding.it)). La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Il Gruppo Kairos può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.*

