

DIALOGO DIFFICILE

I mercati faticano a sintonizzarsi con la Fed



Piero Dorazio (1927-2005). Assaria

Si potrebbe riassumere tutto in questo modo. La Fed ha annunciato a marzo che sull'inflazione avrebbe fatto sul serio. Il mercato, a sua volta, ha preso la Fed estremamente sul serio, troppo, al punto di credere che la recessione stesse già iniziando. Con la recessione immaginaria già cominciata, le borse prima sono scese velocemente e poi in agosto hanno strappato verso l'alto, inventandosi una Fed che avrebbe presto cambiato rotta e iniziato a tagliare.

Non è andata così e da settembre si è capito che l'economia stava addirittura accelerando. Nel frattempo la Fed ha continuato a fare sul serio. Panico nei mercati e nuovi minimi di borse e bond.

In ottobre l'inflazione ha cominciato a scendere in modo evidente. Il mercato ha ricominciato a pensare che la Fed avrebbe presto fatto marcia indietro. La Fed, tuttavia, ha continuato a fare sul serio.

È arrivata la fine dell'anno. L'inflazione prosegue la sua discesa e i mercati continuano a pensare che la Fed non farà sul serio e cambierà presto idea, tagliando due volte i tassi nella seconda metà del 2023. La Fed, dal canto suo, continua a fare sul serio e ribadisce che farà sul serio per tutto il 2023, fino alla fine. E aggiunge che non scherzerà nemmeno nel 2024 e nel 2025, dal momento che i tassi reali rimarranno positivi.

Insomma, la Fed non ha mai deviato dal percorso annunciato (limitandosi a minimi aggiustamenti tattici), si è mostrata compatta (dai monetaristi di Saint Louis ai progressive di San Francisco), ha iniziato il Quantitative tightening nei modi e nei tempi annunciati e non ha mai cambiato la sua narrazione.

Il mercato, invece, ha avuto (in particolare l'azionario) reazioni nevrotiche e bipolari. Prima è stato più realista del re e ha creduto che la Fed potesse fermare istantaneamente un treno in corsa ad alta velocità come quello delle

economie drogate da due anni di colossale espansione fiscale e monetaria. Poi è diventato scettico e irridente e si è messo a sfidare la Fed.

Cara Fed, dice ora il mercato, con l'inflazione avviata verso il 3 per cento non avrai il coraggio di provocare una recessione per il solo gusto di arrivare al 2 per cento e piantare la bandiera della vittoria. Non ce la farai mai a tenere duro ancora per un anno e a resistere alla crescita della disoccupazione, alle pressioni dei politici e agli incidenti finanziari.



Piero Dorazio. *Versus*. 1971

Il mercato ha due giustificazioni per questo suo modo di pensare. Il primo è che la Fed ha spesso annunciato con fierezza programmi restrittivi, salvo rimangiarsi tutto quando economia e borsa cominciavano a indebolirsi sul serio. Gli anni Settanta sono ricchi di esempi di questo modo di operare e delle enormi pressioni politiche che la Fed subiva quando la linea restrittiva cominciava a provocare dolore. Recentissimo è poi il caso dello stesso Powell nel 2018-19. Dopo essersi contrapposto frontalmente a Trump, che chiedeva alla Fed una linea espansiva, e dopo avere provocato una forte caduta della borsa, Powell si è spaventato e ha compiuto una poco gloriosa svolta quando aveva completato solo un terzo del Quantitative tightening che aveva annunciato e più volte confermato.

La seconda giustificazione è che il quadro globale è fragile. Non è questo, si può argomentare, il momento migliore per fare i duri. Siamo in guerra, l'economia globale rallenta, lo stock di debito in rapporto al Pil è vicino ai massimi storici (anche se l'inflazione lo ha leggermente ridotto, cosa che non potrà più continuare a fare nel nuovo mondo dei tassi reali positivi e superiori ai tassi di crescita del Pil).

La Fed, dal canto suo, ha ragioni altrettanto concrete per proseguire sulla sua strada. La prima è che non avrà troppe pressioni dalla Casa Bianca. Il 2023, visto dall'amministrazione Biden, è l'anno ideale per fare pulizia in modo da preparare un 2024, l'anno delle presidenziali, senza inflazione e con i mercati in rialzo.



Piero Dorazio. *Inquadrato*. 1971

In secondo luogo per la Fed la battaglia contro l'inflazione non è vinta se non si calmano le pressioni salariali. Ecco allora che la stessa Fed che nel 2021 dichiarava che non si sarebbe data pace fino a che l'ultima minoranza svantaggiata non avesse raggiunto la piena occupazione, oggi si prefigge esplicitamente l'obiettivo di distruggere più di un milione e mezzo di posti di lavoro per arrivare a una disoccupazione del 4.6 per cento.

In terzo luogo, proprio perché consapevole della credibilità perduta negli anni scorsi, prima nel 2018 con una linea troppo restrittiva e poi nel

2021 con una linea eccessivamente espansiva, la Fed vuole oggi mostrarsi coerente, compatta e rigorosa nel perseguimento del suo obiettivo.

La questione della credibilità è ancora più sentita dalla Bce, che nei due anni passati ha clamorosamente e intenzionalmente sottostimato il problema dell'inflazione e si vede ora costretta a mostrarsi realista (alzando continuamente le stime sull'inflazione futura) e inflessibile.

Riusciranno i mercati a risintonizzarsi con le banche centrali? Alla fine sì, con le buone o con le cattive. Si dovrà imparare a dare più peso ai dati sull'inflazione salariale che a tutto il resto, inclusa l'inflazione al consumo in tutte le sue forme. Si dovrà anche imparare a non sfidare troppo la Fed, pensando che tornerà sui suoi passi al primo segno di difficoltà. Si dovrà poi capire che la Fed non vuole, in questo momento, borse in rialzo, quali che siano le buone ragioni per anticipare un bull market.

A vincere la sfida del 2023 saranno allora gli investitori pazienti, quelli che non si spaventeranno troppo quando vedranno l'economia indebolirsi e non si faranno prendere dall'entusiasmo vedendo l'inflazione scendere. Questi investitori accumuleranno gradualmente, senza usare subito tutta la loro liquidità perché non sappiamo se il rallentamento sarà nel primo o nel secondo semestre.

In pratica, un portafoglio per il 2023 costruito oggi da zero dovrebbe partire con una forte esposizione all'obbligazionario di buona qualità, da sostituire lentamente e gradualmente con azionario nel corso dell'anno, in particolare nella seconda metà.

Insomma, non scommettiamo contro le banche centrali, nella speranza ragionevole che ci portino davvero verso un 2024 di crescita senza inflazione.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



Piero Dorazio.
Europa Unita, Francia. 1994

Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazioni senza preavviso né successiva comunicazione. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione non essendo tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione. Ev eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web www.kairospartners.com. La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.