

TIEPIDA O BOLLENTE

La Fed prevede una crescita in accelerazione ma taglia lo stesso



Yves Millecamps, *Ediotrope*, 2001

Capire quello che succede e comportarsi di conseguenza sui mercati sta diventando più difficile. Alle variabili che siamo abituati a considerare se ne aggiungono due di notevole peso.

La prima è la decrescente qualità dei dati sui quali vengono formulate le decisioni dei policy maker e degli investitori. I dati mensili sull'occupazione americana vengono continuamente rivisti retroattivamente e ora non basta ipotizzare il prossimo dato, ma occorre avere anche un'idea su come sarà rivisto. L'ultimo esempio è quello dei sussidi di disoccupazione. La settimana scorsa hanno fatto un balzo verso l'alto e borse e bond ne hanno tratto la conferma definitiva che il mercato del lavoro sta rapidamente deteriorandosi. Attendendosi la capitolazione della Fed (che poi c'è stata) e magari un taglio di 50 punti base dei tassi di policy (che è stato poi di soli 25) borse e bond si sono rafforzati e il dollaro si è indebolito.

Oggi però viene confermato (si sapeva già da prima ma il mercato non ci aveva fatto caso) che i sussidi di disoccupazione della settimana scorsa includevano erroneamente richieste fraudolente. Risultato, di nuovo bassi sussidi e quindi mercato del lavoro non così debole. Borsa e bond ritracciano, il dollaro riprende quota.

Un altro elemento, in questo caso strutturale, è l'effetto crescente dei movimenti meccanici di mercato, che amplificano le tendenze e i rischi. Ci riferiamo ai derivati e, nel caso specifico, alla corsa all'acquisto di call da parte del retail che costringe i market maker ad acquistare i titoli sottostanti. Non è certo un fenomeno nuovo, ma sta assumendo proporzioni più ampie. Effetti meccanici distorsivi sono provocati anche dalla quota crescente degli investimenti passivi e dai periodici ribilanciamenti, anche questi più diffusi, tra equity e bond.

Non bastasse, è diventata di più difficile lettura la linea della Fed. Tra democratici, repubblicani non trumpiani e, tra i più recenti arrivi, repubblicani trumpiani, i componenti del Fomc agiscono con un'agenda

politica che è parte dello scontro generale e con un'agenda corporativa che cerca di prendere le decisioni che meglio preserveranno l'autonomia istituzionale della banca centrale. Sulla base dell'agenda politica si calcola quali mosse di politica monetaria rafforzeranno o danneggeranno Trump. Sulla base dell'agenda corporativa, si calcola quanto cedere alle pressioni di Trump in modo da evitare ritorsioni crescenti e attacchi ulteriori all'autonomia della Fed. Naturalmente si considera anche quello che c'è da fare per garantire inflazione bassa e massima occupazione, ma in un contesto in cui è più difficile conciliare i due obiettivi, la linea della Fed si ingarbuglia.

Forse la Fed abbassa i tassi perché ritiene che l'economia stia indebolendosi? No, dal momento che alza le stime di crescita per il 2025, 2026 e 2027. Allora li abbassa perché ritiene che la disoccupazione crescerà? No, perché la prevede in discesa continua di qui a fine decennio.

Ecco allora che si abbassano le stime sull'inflazione, fino a farla arrivare nel 2028 a quel mitico 2 per cento che non si vede da cinque anni. Se l'inflazione scende, si possono tagliare i tassi. Ma come fa l'inflazione a scendere con una crescita dell'economia rivista al rialzo, con una disoccupazione che continua a scendere e con un dollaro sempre più debole? Mistero, oppure un miracolo della produttività dovuto all'intelligenza artificiale. Ma se l'intelligenza artificiale fa il miracolo è perché taglia posti di lavoro. E allora perché le stime di una disoccupazione al 4.2 nel 2028 contro il 4.5 attuale?

Un'altra sfera di lettura ogni giorno più complessa è quella geopolitica. America e Russia dialogano amabilmente in Alaska e dal giorno dopo riprende uno scontro che diventa più aspro non solo in Ucraina, ma anche nel Baltico, nell'Intermarium e nel Caucaso. America e Cina annunciano grandi progressi sulle tariffe, ma proseguono imperterrite sulla strada della separazione delle filiere produttive tecnologiche, quelle che contano in caso di conflitto. Europa e India si ripromettono di intensificare i rapporti commerciali ma intanto l'Europa studia come applicare nuove sanzioni all'India. America e India sembrano farsi una guerra geoeconomica ma fanno entrambe capire che alla fine si riconcilieranno. Europa e Cina si ripromettono di migliorare le relazioni commerciali, ma la Polonia blocca la frontiera con la Bielorussia, attraverso la quale transita la Via della Seta e gran parte dell'export cinese verso l'Europa. I sauditi aumentano ogni giorno la loro partecipazione all'intelligenza artificiale americana ma annunciano che la protezione nucleare se la faranno dare non dall'America, ma dal Pakistan, che a sua volta cerca di bilanciarsi tra Cina e America.



Yves Millecamps. *Composition*. 1979



Yves Millecamps. *Sans titre*

Insomma, tutti cercano di coprirsi le spalle e di lasciarsi aperte varie strade, ma chi ha l'iniziativa continua a essere l'America trumpiana, mentre tutti gli altri giocano di rimessa. E questo lo

vediamo anche sull'economia, dove chi ha le idee chiare su quello che vuole è Trump, che cerca a tutti i costi crescita, borse spumeggianti, tassi di policy sotto il livello dell'inflazione e bond lunghi sotto controllo.

Un'economia bollente, quindi, anche in vista delle elezioni di midterm, sempre più vicine. Qui il punto critico sono i bond lunghi. Con un'economia tiepida il loro rendimento può accompagnare verso il basso i tassi di policy. Con un'economia bollente e poche risorse inutilizzate, tuttavia, i bond lunghi si separano dal resto della curva dei rendimenti e possono destabilizzare il quadro complessivo.

Il problema delle economie bollenti, d'altra parte, è quello che ha vissuto anche Biden, che ha spinto tutto al massimo nel 2020 e nel 2021 e si è ritrovato un'inflazione fuori controllo che ha costretto la Fed a frenare e borse e bond a scendere per gran parte del 2022.

In ogni caso, diamo tempo al tempo. Prima della prossima frenata, l'economia globale e gli utili delle imprese continueranno a crescere per tutto il resto di quest'anno e per tutto l'anno prossimo. Che sia crescita tiepida o bollente importerà soprattutto ai bond lunghi, perché le borse saranno orientate al rialzo in entrambi i casi.



Yves Millecamps. Dialyse

Alessandro Fugnoli
Strategist

Kairos Partners SGR SpA
Via San Prospero, 2
20121 Milano - Italia
T +39 02 77718.1
www.kairospartners.com



Disclaimer

Kairos Partners SGR S.p.A. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos. Il presente materiale non può essere in nessun caso interpretato come consulenza, invito all'investimento, offerta o raccomandazione per l'acquisto o la vendita di strumenti finanziari, né costituisce sollecitazione al pubblico risparmio. Le informazioni contenute nel presente documento non devono essere considerate come sufficienti per prendere una decisione di investimento. I dati e le informazioni contenute nel presente materiale sono ritenuti affidabili, ma Kairos non si assume alcuna responsabilità in relazione all'accuratezza e completezza degli stessi. Kairos potrebbe, a proprio insindacabile giudizio, operare anche in modo difforme dalle opinioni espresse nella presente pubblicazione.

Kairos è esonerata da qualsiasi responsabilità derivante da un uso improprio del presente materiale effettuato in violazione della presente avvertenza e delle disposizioni degli Organi di Vigilanza anche in materia di pubblicità.