

LITIGIO IN FAMIGLIA

Una Fed divisa lascia spazio ai mercati



Oskar Schlemmer.
Gruppo a tavola. 1923

Partiamo dalla fine, ovvero le elezioni di mid-term negli Stati Uniti, alle quali mancano 139 giorni. Allo stato attuale, l'ipotesi dei mercati è che andiamo incontro a un Congresso diviso, con il Senato che rimane repubblicano e la camera bassa che passa ai democratici. Ai mercati il Congresso diviso è sempre piaciuto. L'idea è che la divisione impedisca le scelte estreme di policy e favorisca la convergenza al centro. Non avremo il paradiso, qualunque cosa esso sia, ma non avremo nemmeno l'inferno.

Andy Laperriere, analista politico di lungo corso, fa i conti stato per stato e ne conclude che in realtà il Congresso diviso è lo scenario meno probabile. Quello più verosimile è che i democratici vincano tutto, al quale segue lo scenario in cui i repubblicani mantengono il controllo completo.

Per Trump, un Congresso democratico significa un'ennesima procedura di impeachment e inchieste continue su di lui e sui suoi parenti e sodali. Per i repubblicani, significa consegnare nel 2028 non solo il Congresso ma anche la Casa Bianca ai democratici.

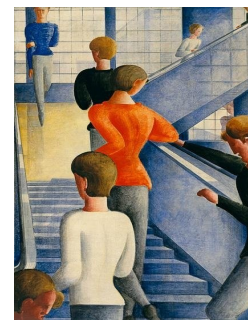
Ogni giorno che passa non riduce solo il tempo a disposizione per tentare di recuperare consenso tra gli elettori, ma anche le scorte di petrolio nel mondo. La discesa delle scorte continuerà inerzialmente, nelle prossime settimane, anche dopo la firma dell'accordo con l'Iran e la riapertura di Hormuz.

Dopo tanti annunci prematuri, la fine del conflitto questa volta è una quasi certezza perché dal punto di vista dell'amministrazione Trump siamo già andati fuori tempo massimo. Ecco perché una trattativa diplomatica che Trump aveva cercato di prolungare nella convinzione che il tempo giocasse contro Teheran è stata chiusa frettolosamente, lasciando aperti molti punti. Ora le strade sono due. O l'Iran rinuncia seriamente al nucleare e avrà in cambio molte concessioni, oppure avrà meno concessioni e la trattativa sul nucleare si prolungherà per mesi o forse anni.

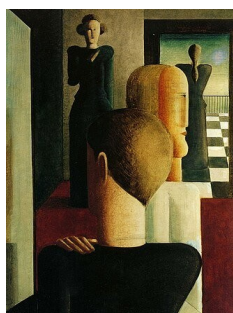
In ogni caso Trump deve tornare immediatamente a occuparsi del fronte interno, mitigando l'inflazione per quanto possibile e cercando di contenere l'attacco democratico sull'affordability. A Bessent spetta il compito di non fare indebolire il dollaro, evitando di imbarcare inflazione con quel secondo

ciclo di svalutazione che il mercato stava cominciando ad attendersi una volta terminato il conflitto. Sempre al Tesoro spetta il contenimento dei tassi a lungo termine, ai quali sono indicizzati i tassi dei mutui sulle case.

A Warsh spetta ora il compito di fermare i falchi del Fomc e di impedire che la loro richiesta di alzare i tassi si materializzi. Con l'inflazione al picco è impossibile portare a casa un taglio. Perfino Trump se ne rende conto. Ecco allora che Warsh, dopo avere fatto mettere a verbale una discussione sulla possibilità di un taglio e dopo avere suscitato (parole sue) un litigio in famiglia con i democratici del board, chiude la riunione senza dissensi e recependo la cancellazione del bias verso una politica accomodante. Il litigio, in pratica, è a futura memoria e un omaggio formale a Trump.



Oskar Schlemmer.
Die Treppe im Bauhaus.
1925

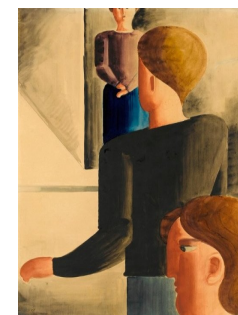


Oskar Schlemmer.
Vier Figuren im Raum.
1925

Nella sostanza, non avendo spazio per tagliare subito, Warsh, intelligentemente, si presenta come più falco delle attese. Lo fa a costo zero, perché i tassi rimangono dov'erano, e come bonus si ingrazia la parte lunga della curva, che gli era ostile. In pratica, non avendo spazio per fare la colomba sui tassi di policy, tanto vale fare il falco (a parole) e dare altro spazio al recupero dei governativi a lungo termine, dando una mano a Bessent che li deve collocare e a Trump che vuole tassi sui mutui in discesa per novembre.

Va visto in quest'ottica anche l'attacco di Warsh alla guidance, cioè alla scelta di indicare ai mercati la strada che la Fed intende seguire nel medio termine. Warsh cerca di tornare ai tempi di Greenspan, che si vantava di non farsi capire dai mercati e di lasciarli permanentemente nell'incertezza.

Warsh ha due ragioni dietro questa impostazione. La prima è strategica. Una Fed imperscrutabile è più libera di fare quello che vuole. In più, smettendo di tenere per mano i mercati, li costringe a riprendere il loro ruolo istituzionale, che è quello di scoprire i prezzi di equilibrio. Una volta che i mercati hanno per conto loro fissato i loro prezzi, la Fed può partire con dati puliti. Con la guidance, invece, il mercato non reagisce agli eventi ragionando da solo, ma sulla base della funzione di reazione della Fed. Alla fine diventa un gioco ricorsivo di specchi. Il mercato si mette a pensare con la testa della Fed e la Fed si trova a partire da prezzi fissati da un mercato che pensa come la Fed. Per parafrasare Aristotele, è la Fed che pensa se stessa pensante.



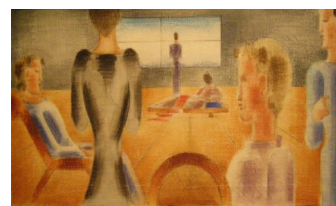
Oskar Schlemmer.
Tre persone nella stanza.
1928

La seconda ragione per cui Warsh combatte la guidance è tattica. In questo momento, come si è visto ieri, la maggioranza del Fomc esprime attraverso i dots (le previsioni che ogni singolo membro formula in modo anonimo su inflazione, crescita, occupazione e tassi) un orientamento restrittivo.

Delegittimando i dots (rifiutandosi tra l'altro di fornire la sua personale previsione) Warsh dice ai mercati che non devono prendere troppo sul serio una guidance della Fed che è falsata da considerazioni politiche. L'orientamento restrittivo dei dots di ieri potrebbe infatti indurre i mercati a ipotizzare un rallentamento dell'economia, provocando una correzione sull'azionario proprio alla vigilia delle elezioni.

Orfani di guidance, si dice, i mercati diventeranno più volatili. È possibile, perché non avranno i guardrail della Fed. Ma è possibile anche il contrario. Non avere chiara la funzione di reazione della Fed può anche indurre a maggiore prudenza nella lettura dei dati e degli eventi. Sarà il tempo a dircelo.

Per il momento, per tentare una sintesi, possiamo ipotizzare, ora che il conflitto si è chiuso, un clima più disteso. Dopo una fase fin troppo densa di eventi entriamo in un'estate più rarefatta. Nell'azionario la tecnologia appare sazia di rialzi. Non ci sono particolari preoccupazioni, ma nemmeno nuovi elementi che inducano a ulteriori rivalutazioni, almeno fino alle nuove trimestrali che cominceremo a vedere fra un mese. È un contesto favorevole alle rotazioni. Queste rotazioni saranno selettive, perché non siamo in un clima di fuga dalla tecnologia, dal dollaro o dall'America, ma semplicemente di esplorazione di alternative interessanti che la mania quasi ossessiva per l'AI può avere lasciato indietro. La selettività la vediamo ad esempio nel fatto che alcuni ciclici non stanno andando particolarmente bene, mentre brillano società in settori tradizionali che vengono promosse a quasi tecnologiche perché iniziano ad adottare seriamente l'AI.



Oskar Schlemmer.
Interno con sei figure. 1937

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.