

L'ARBITRO E LA PALLA

Guardiamo di più l'economia e meno la Fed, vivremo meglio



F. Lloyd Wright.
Squared Light

La Fed è una istituzione tecnica e politica che deve cercare di apparire solo tecnica. Per tutte le banche centrali è così e l'unica eccezione è quella cinese, che da statuto è tutte e due le cose.

Per non lasciare il sospetto di essere anche politica, la Fed solitamente si astiene dal muovere i tassi nei due mesi che precedono le elezioni, settembre e ottobre. Destò quindi meraviglia e molte polemiche, nel settembre del 2024, la decisione di tagliare i tassi non di 25 ma addirittura di 50 punti base. Fu un taglio organizzato all'ultimo minuto, con la regia di Powell. I trumpiani lo denunciarono come un regalo a Kamala Harris.

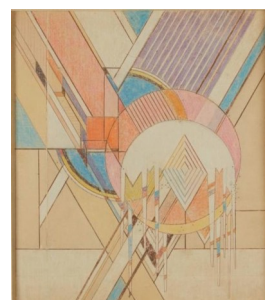
È interessante notare, per inciso, che mentre il tasso di policy, da allora, ha continuato a scendere, il tasso del Treasury decennale ha continuato a salire. Era allora al 3.60 e sfiora il 4.70 oggi.

Ieri era dunque l'ultima occasione, per i membri democratici del Fomc, per alzare i tassi senza essere accusati di volere danneggiare Trump il prossimo novembre. Alzarli in settembre resta possibile, ma richiederà forti evidenze che l'inflazione sia davvero fuori controllo per non essere accusati di interferire con il voto.

Warsh aveva descritto il primo Fomc da lui presieduto in giugno come un litigio in famiglia. Il Fomc di ieri lo ha invece definito come costruttivo, anche se ha visto comunque tre dissidenti, un numero elevato nella ritualità dell'istituzione. I giorni precedenti avevano anche visto un duro confronto tra Waller (repubblicano) e Warsh su inflazione e tassi. Se dunque la riunione di ieri è stata costruttiva significa che c'è stato un compromesso. Tassi ufficiali stabili da una parte ma in cambio, dall'altra, il via libera ai mercati che stanno alzandosi da soli i tassi a lungo termine.

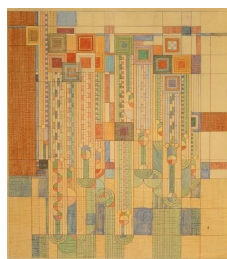
In questo modo Warsh ha raggiunto vari obiettivi. Ha tenuto conto, riuscendo a mantenere i tassi stabili, delle pressioni di Trump, ma ha anche confermato la sua immagine di falco, ripetendo continuamente che la Fed, dopo cinque anni di inflazione sopra il 2 per cento, ritornerà al suo target.

In realtà nessuno ha capito se Warsh sia davvero un falco o se simuli di esserlo per tenere calma la parte lunga della curva. La sua idea, ribadita ieri, di rivedere il modo con cui la Fed calcola l'inflazione, ad esempio, fa pensare a una colomba. Mai, in mezzo secolo, un indice di inflazione è stato infatti rivisto con il risultato di farla risultare più alta. Altri temi da colomba sono l'insistenza sugli aspetti deflazionistici dell'AI e sugli aggregati monetari che segnalerebbero una persistente calma dei prezzi nell'orizzonte prevedibile. Quanto all'ipotesi di diminuire le dimensioni del bilancio della Fed, per ora se ne è persa traccia. La Fed continuerà ufficialmente a fornire ampia liquidità, che è il modo tecnico per dire che, nel dubbio, fornirà sempre più liquidità del necessario.



F. Lloyd Wright (1867-1959)

Che dire dunque, in questo contesto, del lento ma continuo rialzo dei rendimenti dei titoli governativi a lungo termine? Per molti commentatori si tratta di un segno di disagio del mercato, di un suo puntare i piedi contro l'inflazione, contro il persistente disavanzo federale (stressato dalle spese per la guerra, dai rimborsi dei dazi dopo la sentenza della Corte Suprema e dai tagli di imposte per le imprese) e contro una Fed che, al di là delle apparenze, è ben felice che l'inflazione sgonfi il debito pubblico.

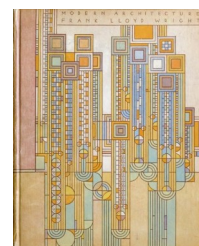


F. Lloyd Wright. Disegno

Per altri, i rendimenti alti dei bond sono da leggere invece come un segno di salute dell'economia. Il rialzo dei rendimenti reali, dice Stephen Miran, non ha niente a che fare con la politica fiscale, l'inflazione o la politica monetaria e dipende esclusivamente dal declino del free cash flow nel settore tecnologico, un declino tale da spostare strutturalmente il rapporto tra risparmi e investimenti a livello sistemico.

I tassi, in altre parole, salgono perché gli hyperscalers e i loro fornitori continuano ad accelerare sugli investimenti. Questi soggetti, che fino a due anni fa avevano ampie disponibilità di cassa che investivano in bond e buy back azionari, oggi si presentano sempre più spesso sul mercato a chiedere soldi e tutto fa pensare che, nei prossimi due-tre anni, questo loro aspetto di idrovore si accentuerà. Se continuano a investire in crescita, si può argomentare, è perché si aspettano di avere un ritorno più alto del costo del debito. Se sarà effettivamente così, tutto bene, ma andrà dimostrato.

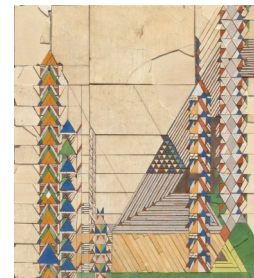
In ogni caso, questa fortissima crescita degli investimenti nella tecnologia non ha conseguenze solo sul costo del denaro, ma anche sulla struttura del Pil americano. Louis Gave sostiene che l'America si avvicina al modello cinese, che esalta gli investimenti a discapito dei consumi. È una tesi interessante, ma per ora non ci sono evidenze di una decelerazione dei consumi americani, che mantengono un tasso di crescita molto stabile.



F. Lloyd Wright.
Disegno

Dove l'idrovora dell'AI agisce sicuramente è invece nel togliere spazio alle possibilità d'investimento per i comparti produttivi tradizionali, che si trovano ora meno liquidità a cui attingere e devono pagarla di più. Gilles Moec, economista di Axa, nota che gli investimenti non AI sono oggi più bassi dell'11 per cento rispetto al 2019, quando il Pil era ben più piccolo.

I settori tradizionali sono dunque destinati a essere soffocati nelle loro possibilità di crescita? La domanda è particolarmente rilevante in un momento in cui il mercato li sta comprando in un processo di rotazione che vede dall'altro lato alleggerimenti di tecnologia. Si può rispondere, tentativamente, che questi settori, soprattutto se sono al riparo dalla concorrenza cinese, non hanno né un grande desiderio né un grande bisogno di investire. Di solito si investe quando la forza lavoro diventa troppo cara, ma in questa fase non esiste inflazione salariale degna di nota. Oppure, alla cinese, si investe per strappare quote di mercato ai concorrenti. L'America ha però concluso, negli ultimi tre decenni, un lungo processo di concentrazione, per cui in ogni produzione restano solo due-tre soggetti che preferiscono non farsi guerra e si godono gli ampi margini di profitto raggiunti. La crescita, nei comparti tradizionali, avverrà dunque raccogliendo i risultati dell'AI, senza bisogno di molto altro.



F. Lloyd Wright. Disegno

Concludendo, Warsh ci ha ricordato anche ieri che i mercati devono imparare ad arrangiarsi da soli. Devono guardare la palla, l'economia, e non quello che fa l'arbitro, la Fed. Se guardano la palla, quello che possono vedere, come ricorda oggi David Zervos, è un'economia che va bene e un mercato del lavoro in perfetto equilibrio tra domanda e offerta. È quanto basta, senza spaccarsi la testa sul Fomc di ieri o sul prossimo in settembre.

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.