

LA NUOVA TAYLOR RULE

Ancora due rialzi, il resto si decide negli stretti



Bab-ul-Yemen, Sana'a.
Foto Dan.

Per essere uno dei decisori più influenti del vertice politico iraniano, il presidente del parlamento Mohammad Bagher Ghalibaf ha due caratteristiche insolite. È dotato di una certa ironia e conosce o ha nel suo staff qualcuno che conosce piuttosto bene i meccanismi della finanza e del trading. Il regime, del resto, non è composto solo da teologi e militari, ma ha sempre incluso (basta pensare a Rafsanjani) uomini del bazaar, ovvero ricchi mercanti, ed esponenti del mondo produttivo, come appunto Ghalibaf.

E così, dopo la conclusione della conferenza stampa di Warsh ieri sera, Ghalibaf ha lanciato su Twitter/X la Taylor Rule degli Stretti, che completa, nella sua visione, la famosa, semplice ed elegante formula proposta nel 1992 da John Taylor, professore di Stanford. La regola, che determina il tasso di policy ottimale basandosi sull'output gap e sul differenziale tra l'obiettivo di inflazione e l'inflazione effettiva, fu immediatamente acquisita nel depositum fidei delle banche centrali di tutto il mondo ed è ancora oggi utilizzata, con qualche variante, da molti policy maker, tra cui Waller della Fed.

Ai due parametri citati, Ghalibaf ne aggiunge altri due. Il primo è il grado di chiusura di Hormuz e il secondo è il grado di chiusura di Bab el Mandeb, da calcolare in base a un certo coefficiente positivo.

Poiché i due parametri della formula originale di Taylor sono al momento, negli Stati Uniti, abbastanza in equilibrio (l'inflazione core non è molto lontana dal target e l'output gap è positivo, ma non in misura abnorme) se ne ricava, portando al limite la formula di Ghalibaf, che la politica monetaria americana (e non solo) è decisa oggi dal grado di apertura degli stretti, ovvero dall'Iran e dallo Yemen.

La geopolitica è stata del resto il più citato tra i tre fattori di incertezza per i loro effetti sull'inflazione di cui ieri sera ha parlato Warsh. Gli altri due sono l'AI e i dazi, che a ben vedere sono anch'essi aspetti dello scontro geopolitico.

La novità geopolitica degli ultimi giorni è venuta dallo Yemen ancor più che dall'Iran. Con una certa pigrizia mentale si considerano gli Houthi, che

controllano il nord dello Yemen, come semplici pedine nelle mani di Teheran. In realtà gli Houthi, che in quanto zayditi appartengono alla grande famiglia dello sciismo, hanno comunque da sempre una loro agenda. Al centro di questa agenda c'è il conflitto con la parte meridionale dello Yemen e con gli stati che la appoggiano, in primo luogo l'Arabia Saudita. Il conflitto, che continua da decenni, si è inasprito con l'attacco Houthi all'oleodotto saudita su cui era stata dirottata buona parte della produzione che non passava più per Hormuz, con l'attacco alle raffinerie di Yanbu e con il rafforzamento del controllo Houthi su Bab el Mandeb.



Sana'a. La città vecchia. Foto Weltsik

Non entriamo oltre nel conflitto, che è straordinariamente complicato e vede molti altri soggetti sulla scena, tra cui gli Emirati e al Qaeda. Quello che è importante ritenere è che gli Houthi hanno mostrato in questi anni una capacità di bloccare il loro stretto ancora superiore a quella degli iraniani rispetto a Hormuz. Va poi tenuta presente l'incapacità dell'Arabia Saudita di difendere i suoi oleodotti e le sue raffinerie. La buona notizia, per i mercati, è che il conflitto è intermittente e che una tregua tra Houthi e sauditi è sempre possibile in qualsiasi momento.

Tornando alla Fed, il rialzo di ieri ha calmato i mercati e migliorato ai loro occhi l'immagine di Warsh. La curva dei rendimenti è ora meno ripida e il controllo di Fed e Tesoro sulla parte lunga è stato ristabilito.

Per provare a immaginare il percorso futuro dei tassi partiamo da alcune premesse.

La prima è che l'economia, non solo negli Stati Uniti, va bene su quasi tutta la linea (l'eccezione è l'immobiliare civile, peraltro più che compensato dal boom dei data center) e sta addirittura accelerando, sia in America sia in Europa.



Sana'a. Scuola elementare. Foto Linda Shen

La seconda premessa è che le componenti volatili dell'inflazione (energia e alimentari) continueranno a essere in tensione nei prossimi mesi per effetto della guerra e degli eventi climatici anomali. La componente core rimarrà tuttavia verosimilmente tranquilla. Gran parte di questa componente è basata nel mondo dei servizi, dove l'inflazione è determinata sostanzialmente dall'andamento delle retribuzioni. Queste, nonostante il pieno impiego, sono da qualche tempo straordinariamente tranquille. Certo, tra i ricercatori dell'AI girano compensi da capogiro, ma si tratta di pochissime migliaia di persone. Tutto il resto, inclusi gli altri comparti della tecnologia, subisce l'erosione del potere d'acquisto.

La terza premessa è che le banche centrali, dopo l'esperienza degli anni Settanta, hanno teorizzato fino a tempi recenti che gli shock da offerta si curano da soli e che la politica monetaria va basata sull'inflazione core, non

sulle componenti volatili. La migliore cura per il petrolio alto non sono tassi più alti, perché il petrolio alto si cura da solo con una distruzione di domanda e con un aumento dell'offerta. Alzare i tassi in questo contesto, si è detto per trent'anni, farebbe solo danni.

Molte cose sono però cambiate in questo decennio. Gli shock da offerta si susseguono uno dopo l'altro (Covid, Ucraina, Iran, Super El Niño) mentre i prezzi alti non riescono a mettere in moto in misura adeguata la ricerca di nuova capacità produttiva.

La quarta premessa è che alle banche centrali è fatto divieto, da parte del potere politico, di alzare i tassi al punto da bloccare la crescita. Possono moderare l'inflazione con qualche ritocco, ma devono comunque rimanere dietro la curva e lasciare correre la crescita, che è a questo punto un'assoluta priorità geopolitica prima ancora che economica.

Su queste premesse agiranno nei prossimi mesi le banche centrali. La crescita economica, alimentata dalle politiche fiscali espansive, è così forte da lasciare spazio a tassi più alti. Ma d'altra parte la quiete salariale è tale da non creare problemi se si rimane dietro la curva. Il segreto è rimanere dietro la curva (ovvero consentire una crescita economica vivace) senza esagerare come si fece nel 2021-22. Il ritardo di allora rese necessaria una lunga serie di rialzi dei tassi che fece molto male, per tutto il 2022, agli asset finanziari. Questa volta il boom economico rende possibile incominciare prima e alzare giusto il minimo necessario.

Avremo quindi un altro rialzo in America prima della fine dell'anno e, probabilmente, un altro l'anno prossimo. Niente di più, per quello che si può capire adesso, a meno che a Sana'a e a Teheran non si decida altrimenti.



Sana'a in un giorno di pioggia. Foto BluesyPete.

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.