

ASPETTANDO IL PIVOT

Tragicommedia in tre atti



Patrick Stewart e Ian McKellen in Waiting for Godot. 2013

Atto primo. 2021. Dopo gli stimoli monstre fiscali e monetari del 2020, l'economia e l'occupazione sono in piena ripresa. La disoccupazione negli Stati Uniti, che l'anno precedente aveva toccato il 14.7, scende in picchiata e già dai primi mesi del 2021 appare destinata a bucare il 4 per cento, il livello che la Fed individua nei suoi modelli come la soglia sotto la quale parte l'inflazione salariale.

Nonostante il rischio di inflazione salariale e nonostante la politica fiscale enormemente espansiva (2.77 trilioni di deficit, pari al 10.8 per cento del Pil), la Fed butta nel cestino il manuale del banchiere centrale. Il manuale spiega che, di fronte a una politica fiscale espansiva, la politica monetaria, in una fase di ripresa ciclica, deve essere restrittiva. La Fed fu del resto restrittiva negli anni Ottanta per compensare il deficit creato da Reagan per finanziare il riarmo. Lo stesso Powell fu restrittivo nel 2018-19 per bilanciare il taglio delle imposte voluto da Trump e dal Congresso repubblicano.

Nel 2021 (e ancora nei primi mesi del 2022) la Fed sceglie invece di accompagnare la politica fiscale ultraespansiva con una politica monetaria altrettanto espansiva fatta di tassi reali sempre più negativi e di Quantitative easing. È vero, dice Powell, la disoccupazione è scesa, ma è ancora alta tra le minoranze etniche. Quando scende anche tra le minoranze, Powell si aggrappa a gruppi sociali sempre più piccoli in ritardo sulla media per giustificare la sua linea prociclica. Arriva poi a negare l'evidenza definendo transitoria l'inflazione e dandone la colpa alle strozzature dell'offerta, in modo da esonerare la Fed (e l'amministrazione Biden) dall'accusa di avere alimentato una domanda eccessiva.

Atto secondo. Dopo avere buttato benzina sul fuoco nel 2022, la Fed trascorre il 2022 buttando liquido refrigerante su un'economia che nel primo semestre ha già segno negativo. Lo stesso fa naturalmente la Bce, che alza i tassi e si prepara al Quantitative tightening alla vigilia di un 2023 di recessione certa e pesante nel cuore dell'Europa produttiva, la Germania.

Ancora una volta la politica monetaria è prociclica e, invece di mitigare i problemi, li aggrava.

Atto terzo. Come Vladimir e Estragon, i protagonisti dell'opera teatrale di Beckett che attendono Godot in uno stato di crescente disperazione, i mercati si accapigliano sull'arrivo del magico Pivot, il momento in cui la Fed cambierà di nuovo direzione e, da restrittiva, tornerà espansiva.

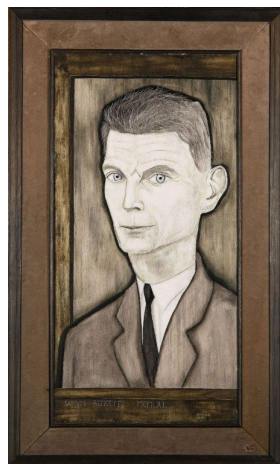


Aspettando Godot. Teatro della Pergola. 2017

Per alcuni la svolta arriverà in un contesto ordinato e controllato. Come da programma, la Fed alzerà i tassi fino al 4.5-5 per cento e manterrà tassi reali positivi per tutto il 2023. All'inizio del 2024, con l'inflazione core scesa stabilmente tra il 2 e il 3 per cento, inizierà una fase di ribassi dei tassi che creerà le condizioni per una ripresa economica e per un rialzo azionario, in tempo per presentarsi alle presidenziali di novembre con un'economia ritornata sana ed equilibrata.

Per altri il pivot arriverà invece in un contesto caotico, come quello che sta inducendo in questi giorni la Bank of England a rimandare il Quantitative tightening e a ritornare al Quantitative easing per frenare la caduta dei trentennali governativi posseduti dai fondi pensione a leva elevata (e questa è però colpa dei fondi, non della ampiamente preannunciata linea espansiva della Truss).

Il pivot caotico, insomma, sarà, per i proponenti di questa tesi, una versione in grande stile di quelli degli anni Settanta, quando la Fed, spaventata dagli effetti recessivi dei rialzi che dovevano fermare l'inflazione, tagliava precipitosamente i tassi. Oppure, altro esempio, come quello che lo stesso Powell decise nella primavera del 2019, quando interruppe bruscamente un Quantitative tightening che non era arrivato nemmeno a metà degli obiettivi che erano stati solennemente annunciati pochi mesi prima.



Reginald Gray. Ritratto di Samuel Beckett

Oggi la Fed dice di avere imparato la lezione degli anni Settanta. Con questo intende dire che non mollerà la presa prima del tempo e andrà fino in fondo fino alla vittoria finale sull'inflazione. Per i fautori del pivot caotico questa è una conferma della loro tesi. Più la Fed si butta ventre a terra e coltello tra i denti contro l'inflazione, più sale il rischio di una recessione fuori controllo, di ondate di fallimenti e crisi finanziarie, ovvero il contesto perfetto per un pivot dettato dal panico.

Chi ha ragione, dunque? Pivot ordinato o caotico? L'uno e l'altro, forse. La recessione sarà abbastanza ben controllata negli Stati Uniti, ma il quadro è più

complicato per l'Europa e per i paesi emergenti che non hanno petrolio o altre fonti energetiche.

Il recente grave attentato contro i gasdotti russi che arrivano in Germania senza passare per l'Ucraina mostra che, chiunque ne sia l'autore, questo ha la volontà precisa di alzare il tiro. L'attentato allontana la possibilità che la situazione energetica europea torni alla normalità nell'inverno 2023-24 e può indurre imprese che si proponevano di resistere ai prossimi mesi a rivedere la loro decisione e a emigrare verso paesi dove l'energia costa meno ed è più sicura.

Con una recessione ben più grave di quella americana, la Bce sarà probabilmente la prima a rompere il fronte dei rialzi dei tassi a tutti i costi. E lo farà nonostante l'atteggiamento sempre più espansivo che le politiche fiscali europee saranno costrette ad assumere.

In questo contesto alcuni investitori cominciano a guardarsi intorno alla ricerca di occasioni d'acquisto interessanti. L'idea può essere buona se si punta a un bear market rally di qui a fine anno, perché i mercati sono ipervenduti, la negatività è sui massimi e le posizioni sono state molto alleggerite.



Beckett at Royal Court Theatre. 1979

Per acquisti di medio periodo, tuttavia, sarà bene aspettare almeno l'inizio della recessione negli Stati Uniti. Il pivot arriverà, ma bisognerà aspettare la seconda metà dell'anno prossimo.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



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. 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.