

VARIANTI E INVARIANTI

La novità del terzo anno di pandemia è che le varianti del virus diventano “invarianti”, nella vita sociale come in quella economica. È presto invece per ascrivere tra le invarianti anche la variante dell’inflazione, le banche centrali si trovano come Ercole al bivio, nella scelta tra le condizioni di breve termine e quelle di più lungo periodo. La lezione di Paul Volcker di quarant’anni fa e qualche riflessione sul Rapporto Consob sui comportamenti finanziari delle famiglie italiane

Entriamo nel terzo anno sotto il segno del Covid 19. Fonte di perdurante preoccupazione, il virus e le sue varianti continuano a condizionare le prospettive delle attività economiche e commerciali, la variante Omicron sembra essere una delle più contagiose storicamente mai rilevate.

È pur vero che in questo arco di tempo sono stati fatti significativi passi in avanti: al netto delle statistiche, basti il confronto tra le ultime feste e il Natale del 2020 in semi lockdown, quando si doveva essere a casa per le dieci di sera, vigeva il divieto di spostamento tra comuni ed era regolato anche il numero dei partecipanti alle tavolate familiari, con il corredo di dettagliate eccezioni sui minori e sulle persone non autosufficienti.

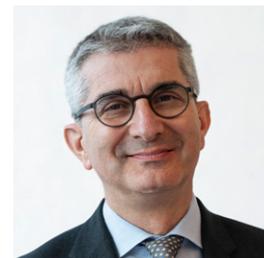
A tre anni dalla comparsa del SARS-CoV-2, la maggiore priorità nell’azione dei governi resta il contrasto alla pandemia, è sempre più evidente che le strategie orientate a “Zero-Covid” siano inefficaci e velleitarie; terminate le olimpiadi invernali è probabile che le autorità cinesi mitigheranno le misure, anche brutali, adottate per azzerare i contagi.

La novità di questo terzo anno di forzata convivenza con il virus è la variante che diventa “invariante”, nella vita sociale come in quella economica. L’obiettivo prioritario non è l’eradicazione del virus ma il suo indebolimento, con soluzioni che assicurino la sicurezza sanitaria senza pregiudicare l’attività economica.

Dopo i fasti dello strepitoso recupero nell’anno appena trascorso, la crescita economica globale è destinata a rallentare, dal 5,5% del 2021 a 4,1% nel 2022 e 3,2% nel 2023: entreranno in gioco gli effetti combinati del protrarsi della pandemia, del graduale decremento degli aiuti governativi e delle condizioni problematiche nelle catene di fornitura.

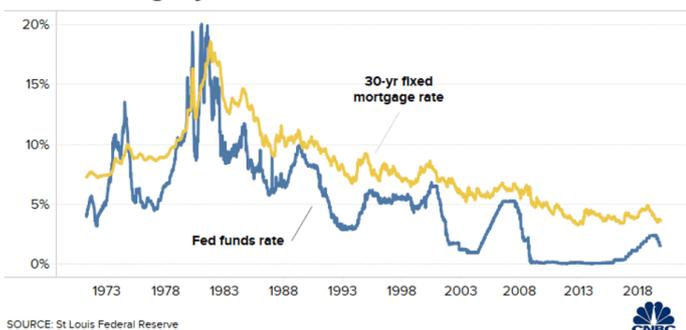
Tra le varianti economiche, l’inflazione è naturalmente la più seguita e commentata nei report e nelle previsioni. Negli Stati Uniti l’incremento dei prezzi al 7% è al massimo livello degli ultimi quarant’anni, “il tasso di aumento più rapido dai tempi del cosiddetto shock di Volcker” annotano i cronisti. Sono passati in effetti quarant’anni dall’ultima volta in cui la Federal Reserve ha dovuto seriamente contrastare l’aumento dei prezzi.

Dalla guerra di Corea fino alla fine degli anni Settanta, alle fasi di espansione economica e di surriscaldamento dei prezzi, con l’automatico incremento dei tassi, facevano seguito fasi di recessione. Nel 1977 la Federal Reserve di Arthur Burns alzò i tassi per frenare l’inflazione ma i prezzi continuarono a salire, nella primavera del 1979 l’inflazione era al 13% e, nel luglio, il tasso di gradimento del presidente Carter scese ulteriormente dal 30% al 28%, solo quattro punti sopra il tasso di gradimento di Nixon nel mezzo dello scandalo Watergate Carter cercò di recuperare mettendo mano a un cambio radicale nell’amministrazione e nello staff della Casa Bianca. Cambiò anche la guida alla Federal Reserve insediando, nell’agosto del 1979, il cinquantaduenne Paul Volcker che nel colloquio nello Studio Ovale aveva sostenuto l’indipendenza della banca centrale e l’opportunità di una politica monetaria molto restrittiva.



Carlo Benetti
Market Specialist
di GAM (Italia) SGR
S.p.A.

Volcker's legacy



SOURCE: St Louis Federal Reserve



L'eredità di lungo termine delle scelte radicali di Paul Volcker. Fonte: CNBC, St. Louis Federal Reserve.

Volcker mantenne l'impegno, tra le prime misure ci fu l'inasprimento dell'accesso al credito, il prime rate arrivò oltre il 21% e l'inflazione venne annientata, dal 14,8% del marzo 1980 arrivò a 2,5% nel luglio 1983. Non fu un'operazione indolore, la disoccupazione arrivò quasi all'11% con punte del 17% negli Stati a maggior vocazione manifatturiera, il dollaro si deprezzò fortemente nel nuovo regime dei cambi variabili, il sistema bancario sfiorò i limiti dell'insolvenza. Da allora però, ricordava tempo fa Larry Summers sul Washington Post, non ci sono più state serie manifestazioni dell'inflazione, la Federal Reserve non si è mai trovata costretta "a pilotare la politica monetaria verso un atterraggio morbido del tipo sperato nei prossimi anni".

L'azione energica di Volcker, politicamente costosa per il presidente Carter, convinse i mercati che la Fed faceva davvero sul serio, una delle lezioni di quell'esperienza è l'importanza della fiducia dei mercati e degli operatori economici. Powell dovrà dimostrare di essere abile (e fortunato, aggiunge Summers) nel piegare i prezzi verso il livello obiettivo senza generare scossoni all'economia e all'occupazione.

Il livello assoluto del risparmio negli Stati Uniti è ancora a livelli straordinari ma in diminuzione, la propensione al risparmio è tornata ai livelli di pre-pandemia. A fronte di un aumento del reddito sono tipicamente le famiglie più povere a incrementare i consumi in misura proporzionalmente maggiore rispetto alle famiglie più ricche: è verosimile dunque attendersi effetti sui consumi in seguito all'esaurimento degli assegni pubblici.

Le tessere del puzzle sono la diminuzione degli assegni governativi, l'esaurimento dell'eccesso di risparmio, la diminuzione dei piani di spesa in infrastrutture, ostacolati dall'eventuale conquista repubblicana di una parte del Congresso nelle elezioni di metà mandato, il rallentamento della crescita già emerso e segnalato nel Beige Book pubblicato la settimana scorsa. È ancora presto per ascrivere la variante inflazione tra le invarianti.

Il costo del lavoro aumenta, non tanto quanto i prezzi ma è in ogni caso superiore ai valori di pre-pandemia; in dicembre sono stati creati solo 199.000 nuovi posti di lavoro, ma una delle ragioni è la difficoltà a trovare lavoratori, il tasso di disoccupazione è sceso a 3,9%, di poco superiore al livello di febbraio 2020. Sono gli effetti della "Great Resignation", il fenomeno delle dimissioni dal lavoro che ha fatto seguito alle fasi acute della pandemia. Ma se l'incremento delle paghe orarie e la difficoltà a trovare lavoratori sembrano portare gli Stati Uniti prossimi alla piena occupazione, mancano ancora 3,6 milioni di posti di lavoro rispetto ai livelli precedenti la pandemia.

In queste cangianti condizioni si gioca la partita dei tassi, "la nostra politica monetaria è focalizzata sul riportare l'inflazione al 2% senza far mancare il sostegno a una ripresa inclusiva" ha dichiarato Lael Brainard nell'audizione al Congresso, facendo eco alle parole altrettanto determinate di Jerome Powell. La Federal Reserve si ritrova come Ercole al bivio, costretto nella scelta tra la rispettabilità e l'innocenza da una parte e, dall'altra, l'avidità e la superbia.



Annibale Carracci (1560-1609) "Ercole al bivio", 1595 (Museo Nazionale di Capodimonte).

Per le banche centrali la scelta tra il Vizio e la Virtù si manifesta nella valutazione delle condizioni straordinarie di breve termine, ad esempio l'eccezionale performance delle economie a seguito di condizioni e fenomeni altrettanto eccezionali, e le verosimili condizioni di lungo termine, con tassi di crescita più bassi, con gli effetti avversi del cambiamento climatico e della demografia (vedi L'Alpha e il Beta della settimana scorsa). La volatilità riguarda in larga misura il breve termine, le aspettative dei rendimenti e dell'inflazione nel lungo periodo non sono cresciute.



I tassi di breve termine sono cresciuti più di quelli a lungo termine. Fonte: GAM Investments, Bloomberg. Le performance passate non sono indicazione di performance o trend futuri. Dati dal 31.3.2020 al 31.12.2021. Solo a fini illustrativi.

Il grafico “a pallini” del FOMC mette in evidenza l'innalzamento delle previsioni dei suoi membri sui tassi a breve ma non sono cambiate le aspettative sui tassi nel lungo termine. Julian Howard di GAM Investments parla di “Grande Test” delle banche centrali: i tassi più alti non colmeranno la scarsità di autisti di mezzi pesanti, non renderanno più veloci le operazioni portuali né miglioreranno le politiche sanitarie nei paesi dell'area asiatica; “ma quello che con certezza possono fare tassi più alti è temperare l'attività economica” scrive Howard.

Un'altra variante è la rotazione settoriale che si è verificata nelle prime settimane dell'anno. Le rotazioni precedenti si sono rivelate effimere, consumate nello spazio di qualche settimana, disperse da nuove notizie dal fronte sanitario; l'investitore strategico, colui che resta ancorato al lungo periodo con lo sguardo oltre la volatilità di breve termine, riconosce che nelle azioni globali il rendimento è attorno a 5% e, soprattutto, vede le prospettive di utili nei settori della tecnologia e delle comunicazioni. Al di là della volatilità dei settori premiati o penalizzati dall'alternanza delle aspettative sulle varianti sanitarie ed economiche, un punto che merita attenzione è l'eccesso nelle valutazioni di titoli di qualità: anni di rendimenti obbligazionari bassi e negativi hanno favorito performance stellari con poco riguardo ai fondamentali. Il nuovo ambiente inflazionistico e l'incremento dei rendimenti saranno lo stimolo per il ritorno a valutazioni che tengano debito conto delle prospettive degli utili. Le prime settimane dell'anno sono state una sorta di anteprima delle asperità dei prossimi mesi, bene dunque dotarsi di flessibilità e di capacità di adattamento, di affiancare strumenti di protezione alla parte del portafoglio esposta al beta del mercato. Nel lungo termine resta valida l'esposizione alla Cina, che rappresenta il 20% dell'economia mondiale pur essendo ancora ampiamente sottorappresentata negli indici, e ai mercati emergenti.

Il rapporto Consob pubblicato la scorsa settimana ha rilevato note e diffuse invarianti nelle decisioni di investimento delle famiglie italiane.

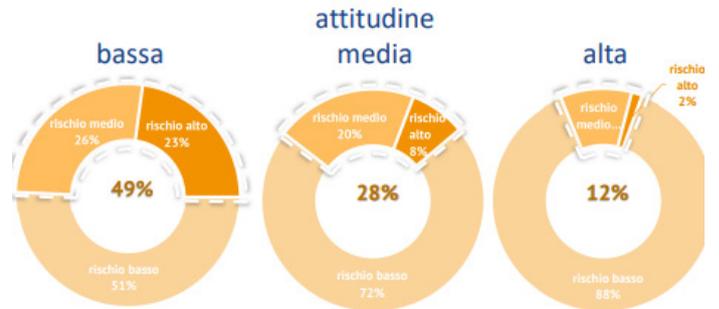
Resta forte la preferenza per la liquidità, arrivata al 32% del portafoglio delle famiglie italiane nel giugno 2021 e il Rapporto mette in evidenza l'aumento dell'attività di trading e dell'interesse verso le criptovalute. La platea degli investitori è aumentata ma il livello di competenze finanziarie e digitali dei nuovi arrivati è inferiore a quello dei risparmiatori che operano da più tempo nei mercati.



Fonte: Fig. 3.2 - Fig.3.6 e 3.8

Fonte: Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, Consob, gennaio 2022.

La vera invariante però, la caratteristica che emerge puntualmente in ogni indagine sui comportamenti finanziari dei risparmiatori italiani è l'assenza di un piano finanziario di lungo termine. Quando poi esiste, raramente viene rispettato.

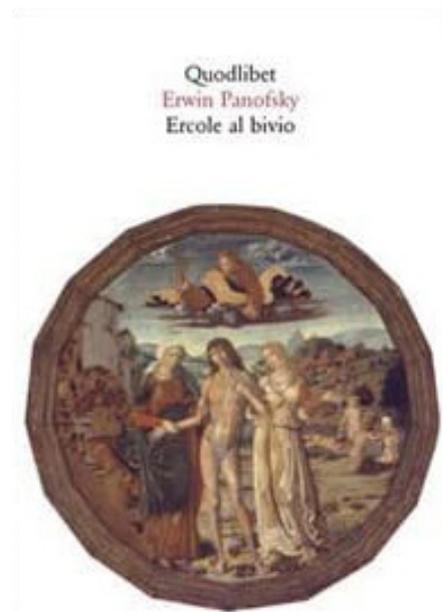


“Gli intervistati con una più bassa attitudine a una sana gestione delle finanze personali sono più esposti al rischio di situazioni di vulnerabilità e fragilità”. Fonte: Rapporto sulle scelte di investimento delle famiglie italiane, Consob, gennaio 2022.

L'altra invariante è l'inevitabile paradosso del “Comma 22” del risparmiatore: chi non ha competenze finanziarie dovrebbe rivolgersi a un esperto ma chi si rivolge a un esperto possiede buone competenze finanziarie.

Come le banche centrali, anche il risparmiatore si trova al bivio di Ercole, vincolato alla scelta tra la strada confortevole del situazionismo o il più impervio sentiero della pianificazione finanziaria e del metodo.

A differenza di Ercole però, lasciato solo dagli dei nella scelta tra Vizio e Virtù, il risparmiatore ha la possibilità di confrontare opinioni e idee di investimento con un esperto di fiducia.



Erwin Panofsky “Ercole al bivio” (Quodlibet 2005) “Ecco apparirgli due donne, l'una, riconosciuta da tutti come Virtù, ha un aspetto sano e nobile ...l'altra, conosciuta dagli amici come Felicità, dai nemici come Vizio, ha forme morbide ed esuberanti, truccata, così da sembrare più bianca e più rossa di quanto non sia nella realtà ...”. Erwin Panofsky, 1930

Per maggiori informazioni visitate il sito [GAM.com](https://www.gam.com)



Importanti avvertenze legali:

I dati esposti in questo documento hanno unicamente scopo informativo e non costituiscono una consulenza in materia di investimenti. Le opinioni e valutazioni contenute in questo documento possono cambiare e riflettono il punto di vista di GAM nell'attuale situazione congiunturale. Non si assume alcuna responsabilità in quanto all'esattezza e alla completezza dei dati. La performance passata non è un indicatore dell'andamento attuale o futuro.