SOME BAD NEWS

VACANCY RATE, LIQUIDITY HOLE E INFLAZIONE STRUTTURALE: COSA FARE ORA?

ECONONOMIC & FINANCIAL ANALYSIS

Gabriele **GALLETTA**
Antonio **MAUTONE**
Andrea **DELLE FOGLIE**
Emanuele **COLONNA**

Investimento Custodito - Boutique FInanziaria SRL
P.I. 14613431007

INVESTIMENTO
CUSTODITO

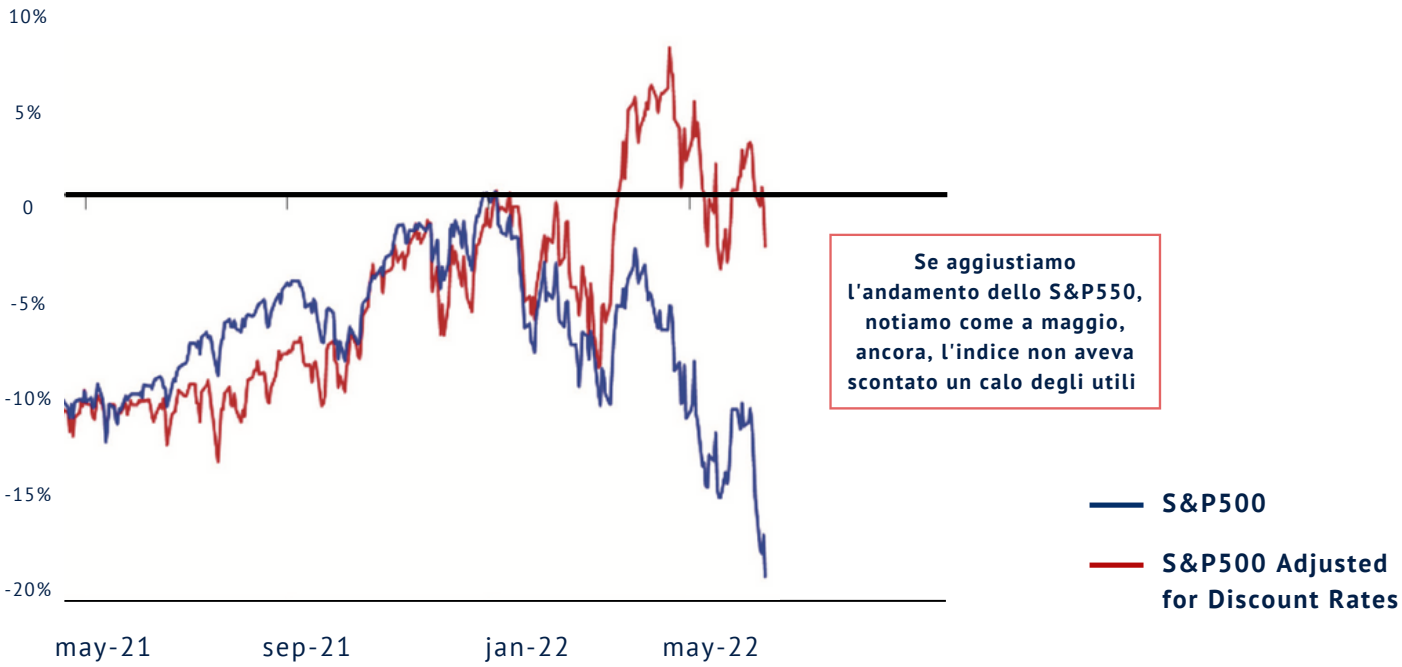
Circa due anni fa, in un report molto complesso e molto variegato, avevamo trattato l'annoso e ricorrente problema dell'inflazione, delle sue determinanti e delle sue implicazioni (oltre alle tecniche di gestione del portafoglio per cercare di raggiungere l'obiettivo generale di inflation hedging).

Due anni dopo, siamo qua, invece, a domandarci se l'inflazione che stiamo osservando in questo momento possa essere transitoria, oppure meno transitoria o, peggio, strutturale e se necessiti di politiche complesse e dure per affrontare questo momento (o, in alternativa, di solo un periodo di rialzo flebile dei tassi). In relazione a ciò, potremo portare avanti anche delle ipotesi circa l'andamento futuro dei mercati, con alcune preziose indicazioni per gli investitori che, in questo momento, non riescono a trovare una via d'uscita o navigano in asset allocation non conformi a questo periodo.

Nel momento in cui pubblichiamo questo report, il mercato azionario globale ha affrontato un pessimo inizio di 2022, con lo S&P500 che ha registrato il secondo peggiore inizio di anno della sua storia: di converso, le obbligazioni classiche (governativi a tasso fisso) hanno sofferto anch'esse un calo complessivo molto importante, dovuto al ritorno dell'inflazione e al rialzo corale dei tassi di interesse, dopo anni e anni di intorpidimento indotto da politiche monetarie ultra-accomodanti. In questo scenario, il grande market mover è stato l'inflazione e tutti gli investitori rimangono ad osservare le dinamiche che potrebbero far decelerare o accelerare ancora la crescita dei livello dei prezzi.

Sempre in questo primo frangente di anno, un altro elemento su cui si soffermerà la nostra analisi è capire quanto il mercato abbia già scontato una recessione futura che pare essere certa.

CONFRONTO TRA S&P500 E S&P500 AGGIUSTATO PER I TASSI



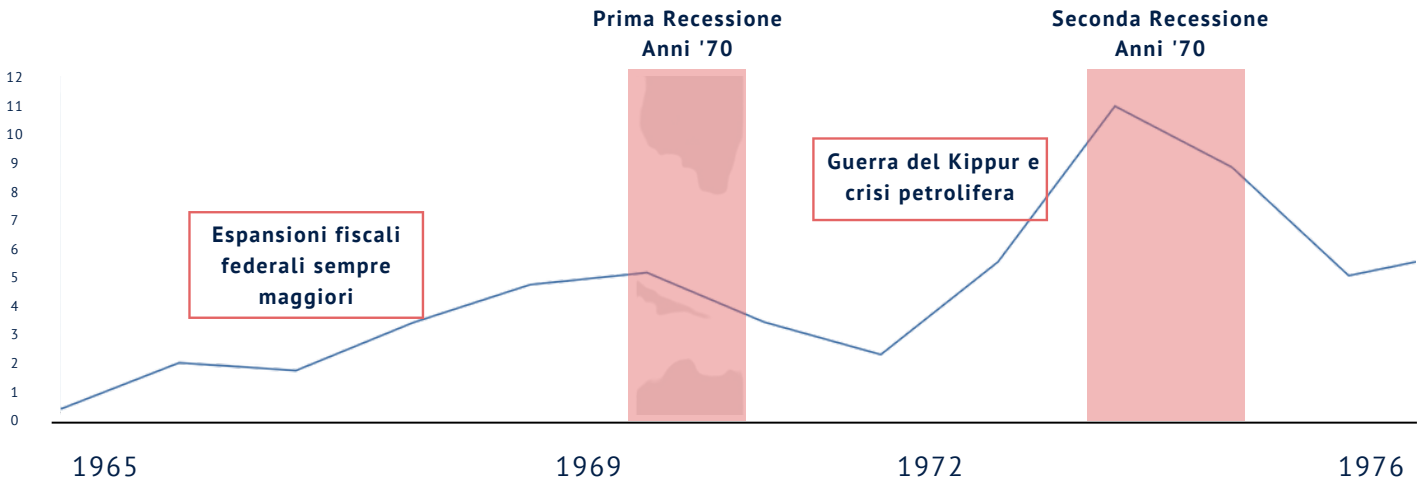
Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati Bridgewater

Cercheremo di condurre interessanti parallelismi rispetto anche a quello che successe nel 1970 e negli anni a seguire, per capire come reagì il mercato alla crescita dell'inflazione e cosa potrebbe succedere anche oggi, alla luce, inoltre, di una condizione complessiva al contorno che pare essere non lontana da quello che fu osservato nel 1970. Il punto centrale che proveremo a dimostrare riguarda la considerazione secondo cui l'inflazione che stiamo per osservare e che stiamo studiando sarà un'inflazione complessiva strutturale, che richiederà tempo, prima di essere superata del tutto, e soprattutto intense fasi di volatilità sui mercati.

PARTIAMO DA UNA BUONA NOTIZIA: IL PARALLELISMO CON GLI ANNI '70

Molti commentatori riportano, tra le cause principali della forte inflazione degli anni '70, quella della crisi petrolifera, ma in realtà le prime fiammate inflazionistiche (e le prime correzioni del mercato finanziario) furono registrate ancora prima. La prima recessione degli anni '70, infatti, come vedremo più avanti, si ebbe proprio nel 1970 stesso, alla fine di un forte periodo di crescita dei prezzi che terminò, come sempre accade, in una recessione. La guerra del Kippur, invece, che ebbe come conseguenza il blocco delle esportazioni di petrolio dell'OPEC verso i paesi occidentali (rei di appoggiare Israele nella guerra) scoppia nel 1973 e contribuisce alla seconda fiammata inflazionistica degli anni '70, che sfocerà, anche questa volta, nella recessione del 1972-1973 (la seconda delle quattro registrate negli anni '70 e nei primi anni '80).

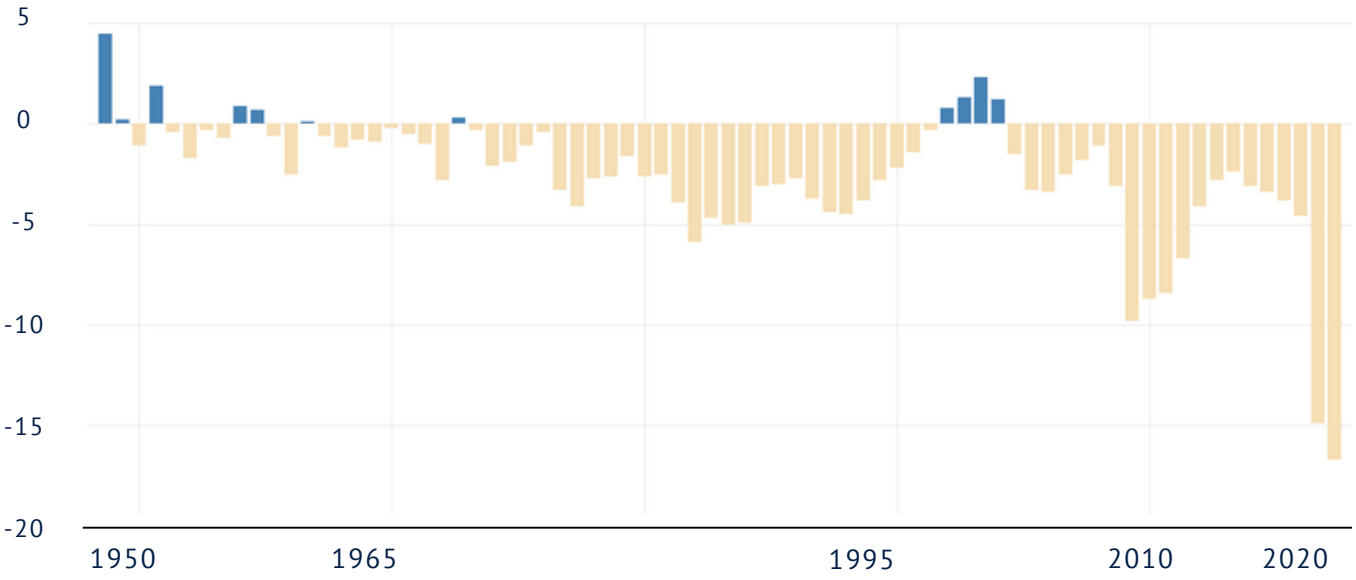
ANDAMENTO DELL'INFLAZIONE USA NEGLI ANNI '70



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati FRED St. Louis

Cosa causò, però, la prima fiammata inflazionistica degli anni ’70? Durante gli anni ’60, gli USA ampliarono parecchio il proprio bilancio federale, per finanziare le spese militari (specialmente per la guerra in Vietnam): i governi americani (sia che la Casa Bianca avesse un inquilino democratico, che uno repubblicano) furono restii a rivolgersi al Congresso per un aumento di tasse ed imposte per sovvenzionare la maggiore spesa e ricorsero quindi a disavanzi sempre maggiori, che portarono nel Ferragosto del 1970 alla fine del sistema di cambi in vigore fino a quel periodo.

ANDAMENTO DEI DEFICIT PUBBLICI IN USA NEGLI ANNI



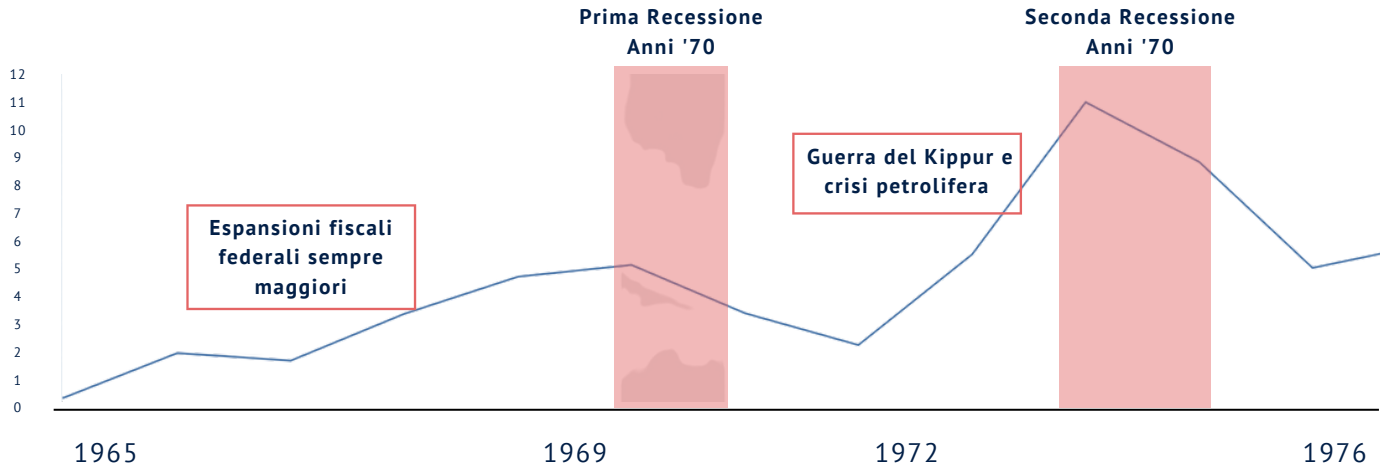
Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati MacroTrends.net

Anche se non paragonabili ai disavanzi degli ultimi anni, questi deficit spinsero una forte inflazione in USA, nei primi anni ’70, che non fu dovuta alla crisi petrolifera (che scoppiò dopo).

In un certo senso, quindi, la situazione è similare ad oggi, nel momento in cui le fortissime politiche fiscali e monetarie espansive del periodo 2020-2021 hanno determinato una fortissima impennata dei prezzi. Certo, qualcuno potrebbe chiedersi se, questa volta, anche lo *shortfall* sul lato dell'offerta (come accadde nel 1972-1973), a causa di fattori come la crisi dei microchip, la guerra in Ucraina o la crisi energetica, non abbia influito sull'inflazione odierna: la risposta è si. Non avremmo avuto sennò un'inflazione pari al 10% in USA (mentre, nel 1970, si fermò al 5,5%), ma quello che ha pesato veramente sull'inflazione (che cominciava a galoppare ben prima che il prezzo del gas e del petrolio salissero alle stelle) sono state le politiche fiscali espansive operate dai governi occidentali. Motivo per il quale, ad esempio, non osserviamo inflazione galoppante in Giappone, che compra materie prime, gas e petrolio dall'estero come l'Europa e che risente delle stesse problematiche, dal lato dell'offerta, degli USA e, nonostante ciò, segnala ancora un'inflazione al 2%.

Tornando a noi, come si nota dal grafico in basso, l'inflazione americana sale nel 1970 fino al 5,5%, innescando la prima recessione del 1970. Dopo la recessione, con il calo complessivo della domanda, l'inflazione cala fino al 1972, quando poi comincerà nuovamente a salire. Dalle analisi storiche appena compiute, si nota quindi che la prima recessione degli anni '70 non fu innescata dalla crisi petrolifera (come si ricorda spesso erroneamente), ma da un'inflazione classica che si innesca alla fine di un ciclo espansivo, alimentato da politiche fiscali generose e da un sistema in pieno utilizzo dei fattori produttivi.

ANDAMENTO DELL'INFLAZIONE USA NEGLI ANNI '70



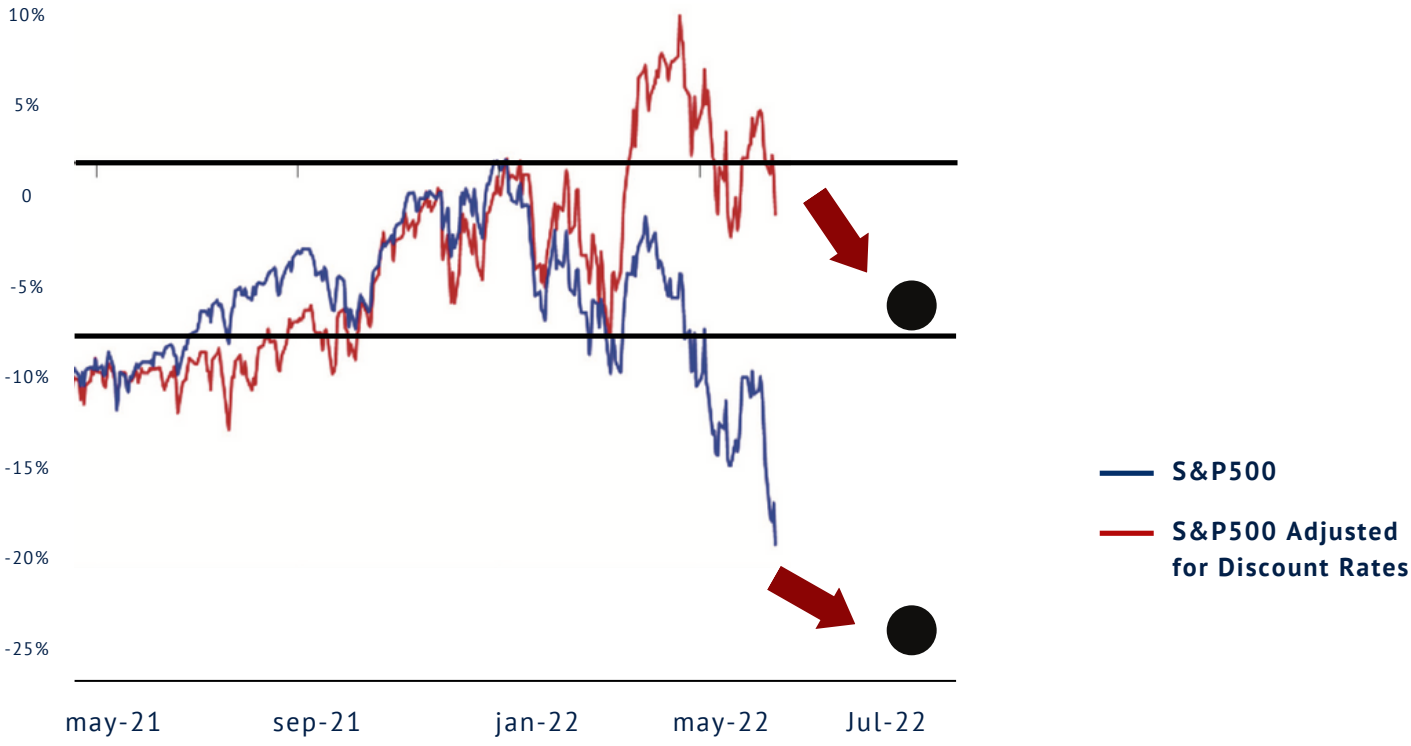
Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati FRED St. Louis

Detto questo, in una prospettiva di breve periodo (ovverosia, per i prossimi 6/12 mesi) l'effetto di una diminuzione dell'inflazione (e alcuni indicatori che la FED utilizza per predire l'inflazione futura, come la crescita dei consumi personali, lo indicano), assieme al netto calo dei prezzi dell'energia e delle materie prime, fanno presagire che, nella seconda parte d'anno si potrebbe osservare un recupero dei mercati azionari, specie se gli stessi hanno già scontato una recessione che ormai pare chiara nei prezzi dei mercati obbligazionari.

Se torniamo al grafico già visto in precedenza, a maggio lo S&P500 aggiustato per l'aumento dei tassi di interesse segnalava un calo non ancora marcato: quello che invece ha colpito l'indice nel periodo maggio-giugno, con un calo complessivo che ha quasi toccato il 25%.

Questo risultato sembra presagire non soltanto una discesa dei prezzi a causa del più alto costo del denaro, ma anche una riduzione del valore in funzione di un'attesa di utili societari futuri peggiore rispetto alle attese.

CONFRONTO TRA S&P500 E S&P500 AGGIUSTATO PER I TASSI



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati Bridgewater

Detto questo, gran parte della recessione futura è già scontata nei prezzi, dal nostro punto di vista e, con un'inflizone che tornerà verso livelli più accettabili, una ripresa del mercato azionario è possibile. Ma le buone notizie di questo white paper finiscono qui, perchè, finita questa fase di recupero, l'inflazione tornerà a dare problemi agli investitori.

LE DETERMINANTI DELL'INFLAZIONE E L'INFLAZIONE SALARIALE

Nel documento "I*nflation hedging and portfolio management*", avevamo approfondito quelle che sono le determinanti dell'inflazione, giungendo alla conclusione, analizzando diversi contributi in letteratura, che il livello generale dei prezzi fissati dalle imprese (in concorrenza monopolistica poiché avevamo adottato un approccio neo-keynesiano) fosse pari a

$$\pi t = \gamma 1\, b\pi t-1 + \gamma 2\, f\, Et\pi t+1 + \lambda xt \quad (1)$$

Questa altro non è che una formulazione più evoluta della *Curva di Phillips*, dove si assume che al tempo *t* le imprese fissino i prezzi π tenendo conto del livello dei prezzi π al tempo *t-1*, del livello dei prezzi atteso al tempo *t+1* (Eπ) e in funzione dei costi marginali x al tempo t che sostengono, moltiplicati per un fattore di ponderazione λ. Si noti inoltre come il valore del livello dei prezzi al tempo t dipenda sia dal livello di inflazione attesa degli operatori per il periodo t+1, sia da quella che viene chiamata *laggered inflation*, ovverosia inflazione storica o ritardata, reintroducendo quindi il problema delle aspettative adattive assieme alle aspettative razionali.

Ad esempio, Woodford (2003) provò che "*the present-value version of the hybrid NKPC shows that inflation persistence can arise from the influence of lagged inflation or the slow evolution of the present value of marginal costs*".

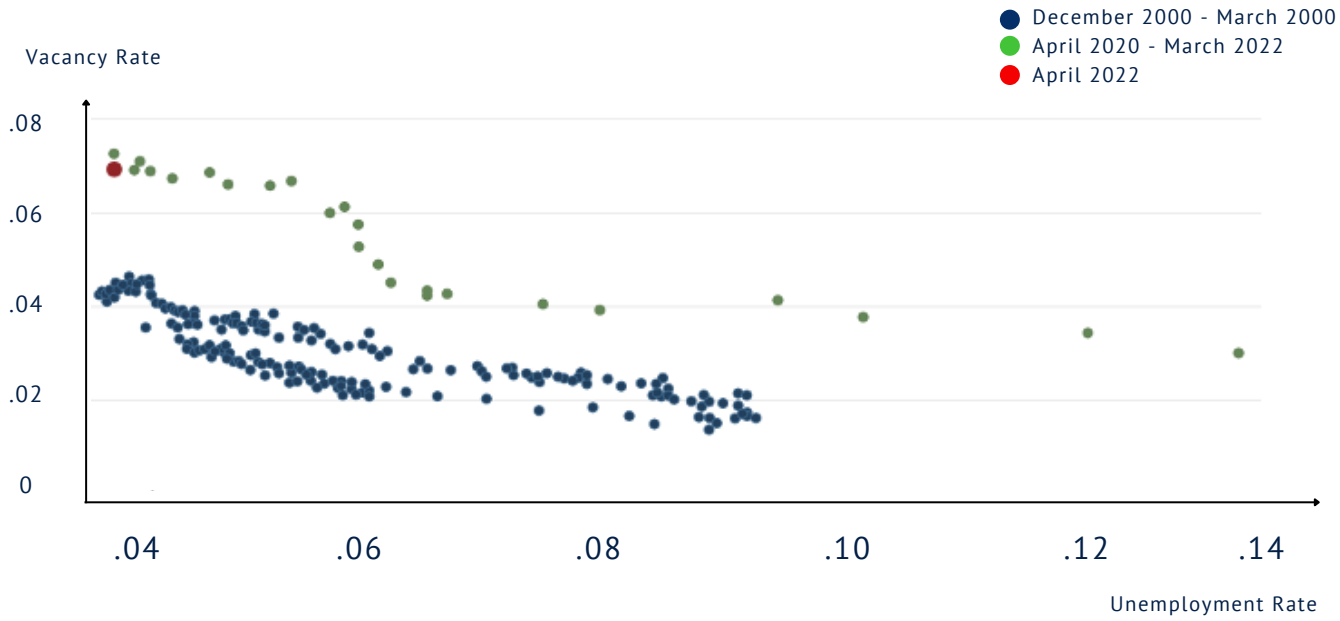
Detto questo, abbiamo compreso come il livello di inflazione dipenda in modo strutturale, date le nostre ipotesi, da tre elementi fondamentali:

- livello dei costi che le aziende sostengono, ovverosia i loro costi marginali;
- le aspettative degli operatori sul futuro dell'inflazione
- i valori assunti dall'inflazione nel recente passato

Nel paper sopra detto, avevamo analizzato il ruolo delle aspettative, mentre ora ci domandiamo quanto i costi marginali delle imprese possano impattare sull'inflazione futura. Nei costi complessivi che le imprese sostengono, ovviamente, la voce principale è il costo del lavoro: da questo punto di vista, anche se la crescita dei prezzi delle materie prime e dell'energia dovesse rallentare, resta il problema inflazione salariale, molto meno flessibile al ribasso (al riguardo, si possono studiare e approfondire tutti i contributi in letteratura circa la scarsa flessibilità al ribasso dei salari). Oltre ciò, in questo ambito sussiste, al momento, una diversa inflazione che Europa e USA sperimentano (Vanguard, 2022), la quale ha dato spazio ad un diverso approccio al suo contenimento da parte delle banche centrali. In USA, l'inflazione salariale è molto più forte che in Europa, dove l'attività economica e, soprattutto, il pieno impiego della forza lavoro non sono ancora raggiunti. Il mercato del lavoro statunitense è, invece, attualmente molto teso e questo contribuisce ad un meccanismo secondo cui, anche se i prezzi delle materie prime (in primis petrolio) dovessero ridursi, l'infla-

zione generale potrebbe non scomparire. Non solo la disoccupazione è molto bassa, ma i cosiddetti posti vacanti nel mercato del lavoro sono eccezionalmente alti. **I posti vacanti possono essere interpretati come il numero di lavoratori disponibili per offerte di lavoro che possono essere rintracciate sul mercato**: se abbiamo più offerte di lavoro che posti vacanti, a parità di disoccupazione, abbiamo inflazione salariale, in quanto chi è in cerca di lavoro, avendo più offerte, può permettersi di spillare salari più alti.

VACANCY RATE E DISOCCUPAZIONE

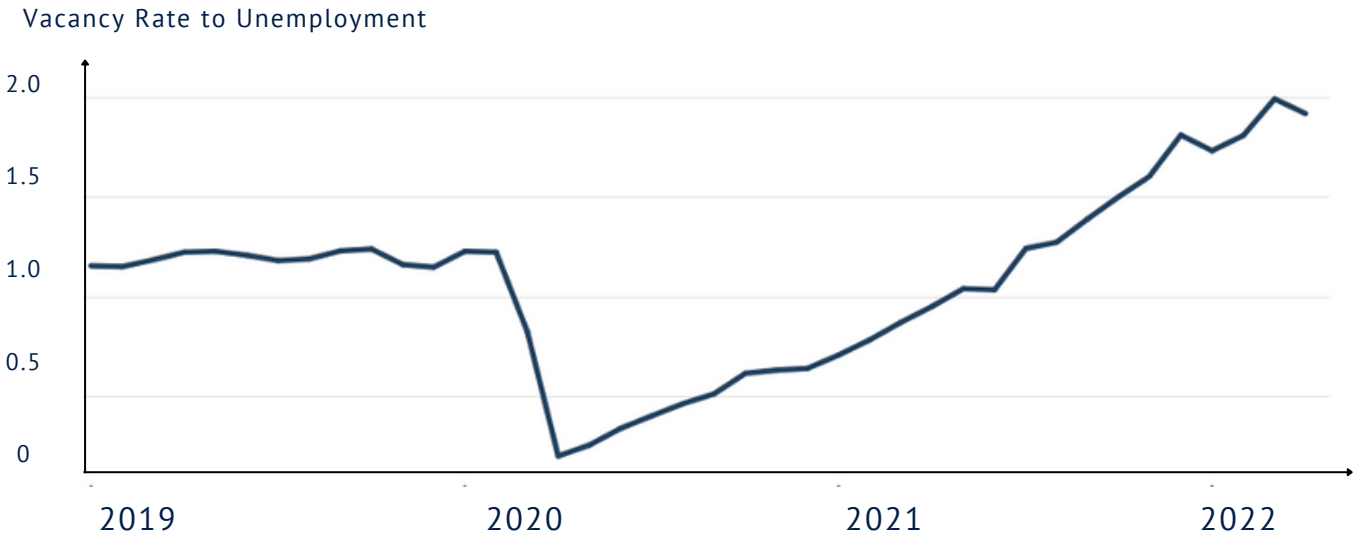


Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati Pearson Institute

Come mostrato in figura, nel grafico disoccupazione/posti vacanti, i punti più recenti disponibili al momento della stesura sono valori anomali, molto alti e molto a sinistra. Partendo dal presupposto che il mercato del lavoro debba raffreddarsi per diminuire la pressione sull'inflazione, diversi funzionari della FED

hanno suggerito che ciò potrebbe accadere attraverso una diminuzione dei posti vacanti, lasciando inalterata la disoccupazione. Secondo Summers, Blanchard (2022), questo è sostanzialmente impossibile, in quanto questi due parametri, che dipendono dall'attività economica complessiva del sistema, sono strettamente connessi e relazionati (come si può notare anche nella figura successiva): ergo, è impossibile ridurre il tasso di posti vacanti nel sistema economico senza ridurre anche la disoccupazione stessa. Nel tempo, il parametro Vacancy Rate to Unemployment Rate ha seguito fedelmente l'andamento del tasso di disoccupazione, mostrando, quindi, che quanto più aumenta l'attività economica complessiva (e quanto quindi più si surriscalda il mercato del lavoro) tanto più il vacancy rate aumenta e tanto più aumenta di pari livello il tasso di disoccupazione naturale (Blanchard, Summers, 2022).

EVOLUZIONE DEL RATIO VACANCY/UNEMPLOYMENT

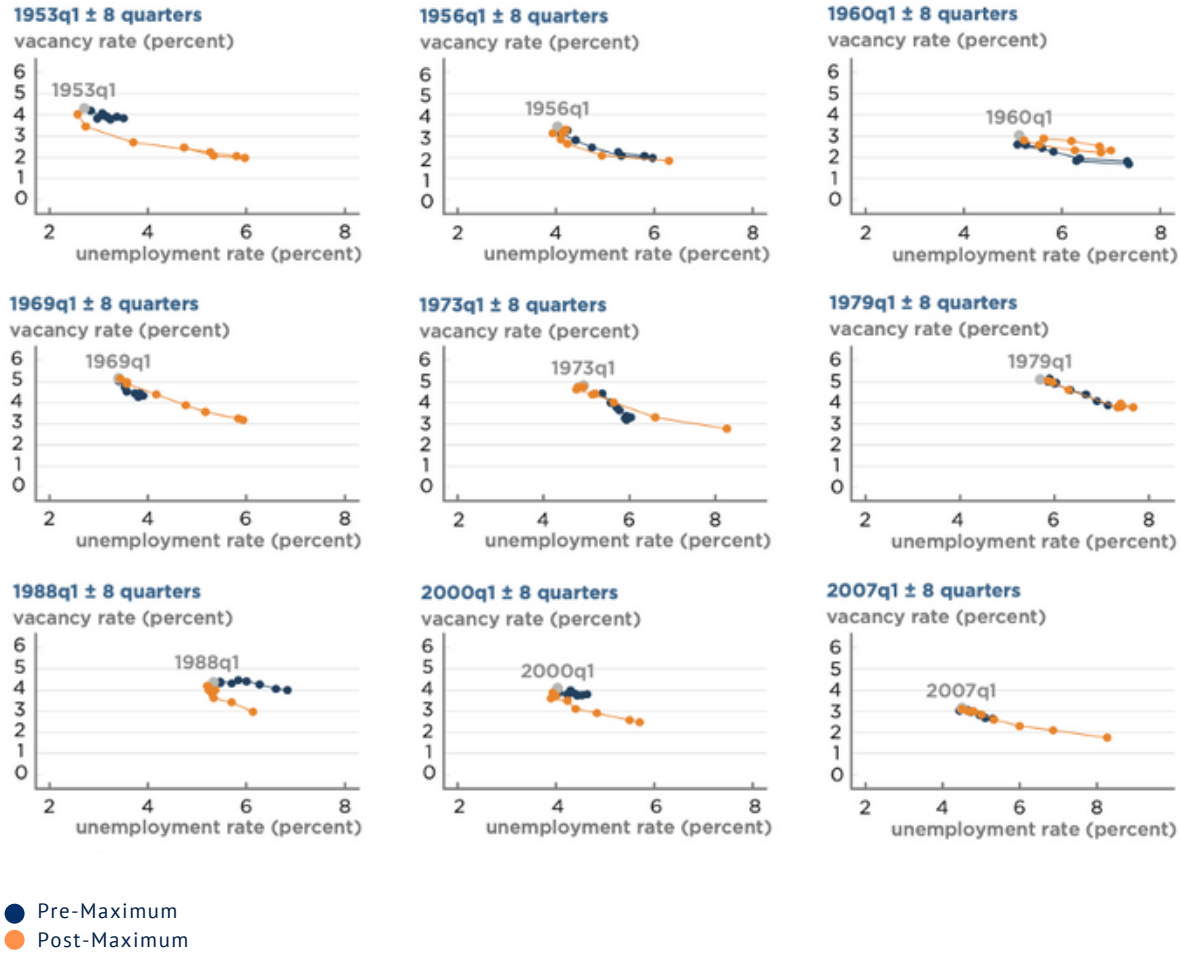


Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati Pearson Institute

Si noti che i ricercatori utilizzano, per il loro lavoro, i dati mensili del Job Openings and Labour Turnover Survey (JOLTS) da dicembre 2000 ad aprile 2022 e il tasso di posti vacanti viene calcolato come il numero totale di posti di lavoro non agricoli diviso per la dimensione della forza lavoro. In questo contesto, quindi, si nota subito come a) l'economia statunitense si stia surriscaldando e che questo determini inflazione salariale e b) ridurre l'inflazione salariale agendo sulla riduzione del vacancy rate, preservando il livello di occupazione raggiunto, è quantomeno impossibile.

L'evidenza empirica, infatti, ha mostrato come non è mai stato rilevato un esempio storico in cui il tasso di posti di lavoro vacanti sia sceso in modo sostanziale senza un aumento significativo della disoccupazione: invero, **il tasso di disoccupazione è aumentato sostanzialmente negli otto trimestri successivi al raggiungimento del massimo del tasso di posti vacanti.** Le motivazioni alla base di questa evidenza sono presto dette: nel momento in cui l'economia si surriscalda, con un aumento coordinato di occupazione e tasso di posti vacanti, si crea inflazione salariale e, quindi, inflazione strutturale. Questo determina innalzamento dei tassi nel mercato monetario e obbligazionario e, successivamente, contrazione della domanda complessiva nel sistema, che viene superata solo con una successiva diminuzione del tasso di occupazione e aumento della disoccupazione. Il famoso *soft lending*, che prevede il desurriscaldamento dell'economia preservando il tasso di disoccupazione, sembrerebbe quindi di difficile attuazione.

VACANCY RATE E DISOCCUPAZIONE

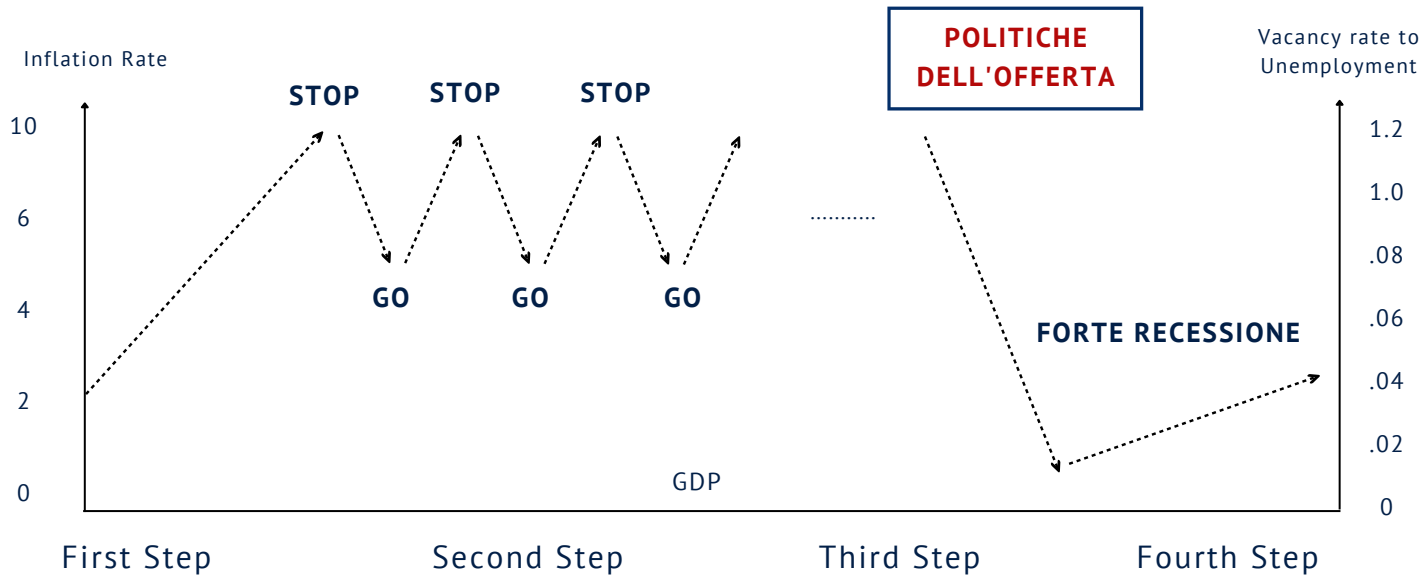


Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati Pearson Institute

Cosa dobbiamo attenderci, quindi? Nei prossimi mesi, l'inflazione statunitense calerà, per l'effetto del calo dei prezzi delle materie prime e dell'energia, dovuta in primis al calo complessivo della domanda, che manderà gli USA in un prima recessione. Nel breve periodo, è probabile che il mercato azionario recupererà le perdite di inizio 2022, non appena la morsa del rialzo dei tassi sarà meno pressante, seguendo, quindi, il pattern disegnato nel 1970. Successivamente, è probabile però che l'inflazione (ormai strutturale), torni a bussare alla porta dei mercati finanziari e ri-

porti il sistema nuovamente in una condizione di surriscaldamento e volatilità: infatti, come mostrato nelle precedenti analisi, il desurriscaldamento dell'economia potrebbe essere superato soltanto con una forte recessione. Questo porterebbe il rapporto tra tasso di disoccupazione e tasso di posti vacanti a muoversi verso il basso in modo sostanziale: se il mercato statunitense osserverà una flebile recessione, dovuta al calo della domanda indotto da alti prezzi delle materie prime e dell'energia, questo non accadrà. Il pattern appena disegnato ci mostra come il sistema economico potrebbe evolvere attraverso diverse fasi di stop&go, in cui il tasso di inflazione e il tasso Vacancy Rate to Unemployment diminuiscono solo sensibilmente, per poi tornare verso livelli massimi ogni volta che la morsa del rialzo dei tassi andrà ad indebolirsi.

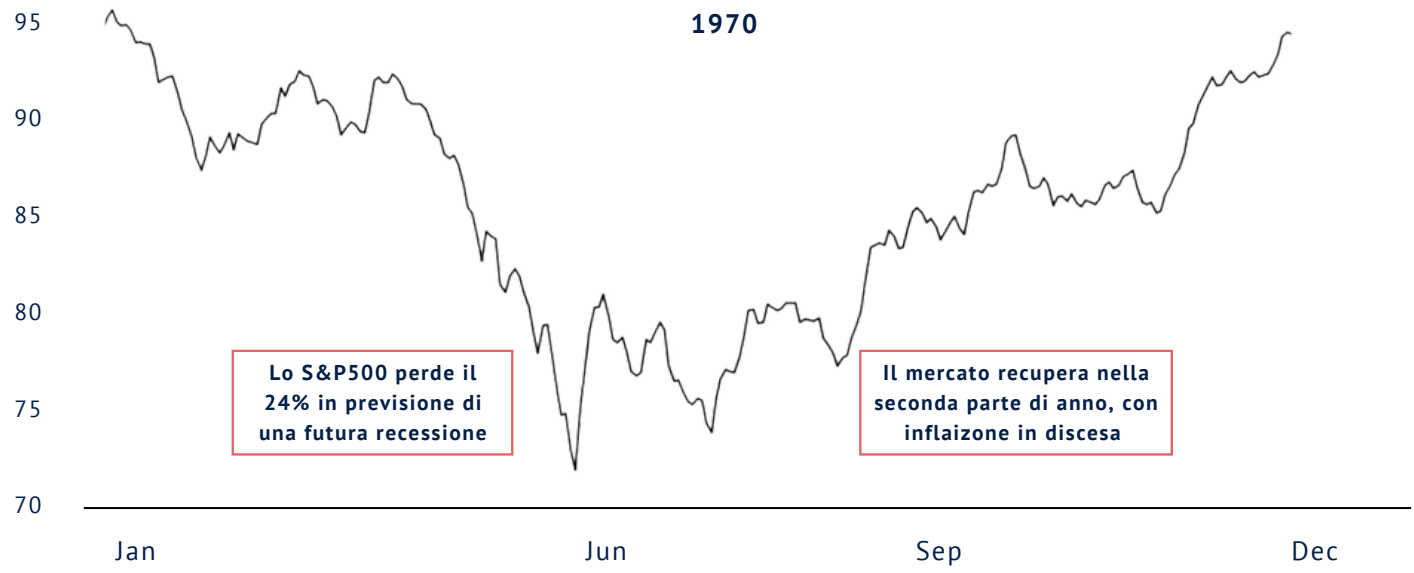
L'EVOLUZIONE DEL SISTEMA ECONOMICO



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito**

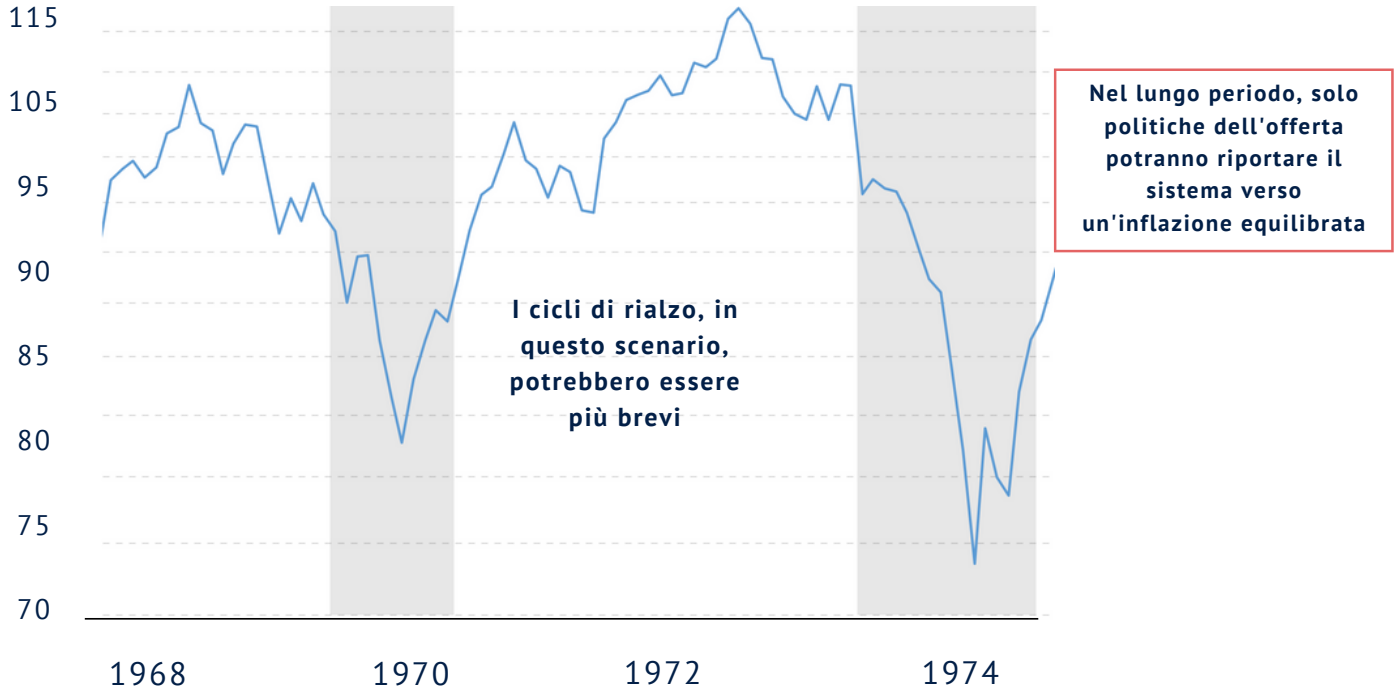
Si noti come la variabilità del rapporto Vacancy Rate to Unemployment è volutamente minore, rispetto alla variabilità del tasso di inflazione. Si assume che, come detto, solo un calo rilevante dell'occupazione possa ridurre in modo forte questo rapporto: ovviamente, non possiamo sapere quanto dureranno le prossimi fasi di questo ciclo economico, ma è probabile che saranno più brevi dei cicli osservati negli anni '70. In quegli anni, prima di tornare al picco inflativo, trascorsero oltre due anni: in questo caso, crisi energetica e difetto strutturale dell'offerta (oltre che, ovviamente, un tasso di inflazione di partenza molto più alto) è probabile che rendano i cicli di recupero dell'inflazione molto più brevi. Se ciò dovesse verificarsi, i vari cicli di rialzo dei mercati saranno molto più brevi dei rialzi osservati tra il 1970 e il 1972.

COSA SUCCESSE NEGLI ANNI '70 SUL MERCATO



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito s**u dati Bloomberg

COSA SUCCESSE NEGLI ANNI '70 SUL MERCATO



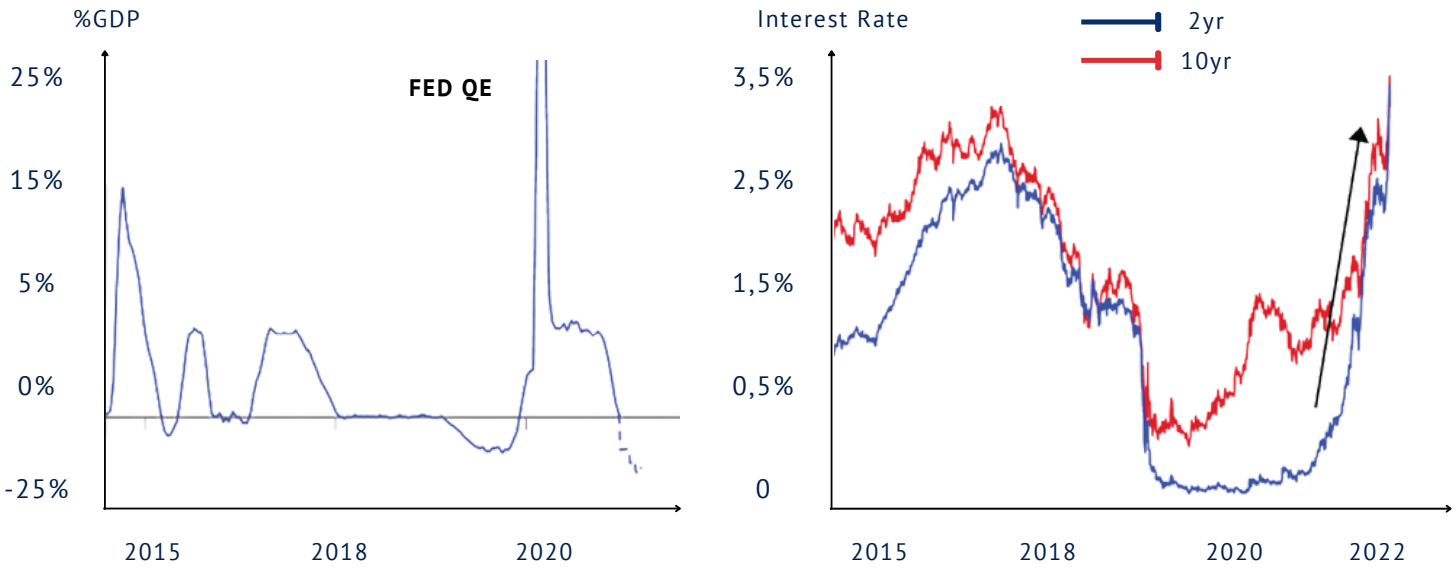
Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati MacroTrends.net

Cosa permetterà di superare questo scenario di alta inflazione, alto utilizzo di fattori produttivi e difetto di offerta rispetto alla domanda, che manderà il sistema economico incontro a numerose recessioni e il mercato finanziario incontro a numerosi bear market? Potrebbero farlo a) una forte recessione, innescata ad esempio da una forte aggressione della FED ad un repentino rialzo dei prezzi (come successo nel 1972) o b) durature politiche dell'offerta, che aumentino output complessivo e utilizzazione dai fattori produttivi. Ovviamente, il secondo scenario sarà auspicabile, ma di difficile attuazione, richiedendo molto tempo, mentre il primo scenario non dovrebbe materializzarsi, a patto che l'inflazione non superi i livelli massimi visti in questi mesi e se, quindi, la FED non dovrà aggredirla con massicci aumenti di tassi.

UN'ALTRA CATTIVA NOTIZIA: IL LIQUIDITY HOLE

Un'altro problema che sta affrontando il mercato e che tenderà ad ampliarsi è l'assorbimento di liquidità complessivo (*Liquidite Hole*, come lo definisce Bridgewater) che si sta osservando ad oggi, dovuto all'effetto congiunto di annullamento del QE da parte della FED e di innalzamento dei tassi di interesse. L'assorbimento di liquidità e, letteralmente, il "buco" venutosi a creare determina un calo consistente per le attività più rischiose, tanto più la liquidità stessa in circolo diminuisce e tanto più, quindi, il costo della liquidità (e il premio relativo) aumentano (per la semplice legge della domanda e dell'offerta). Tale andamento sarà un andamento pressochè costante nel tempo, se l

L'ASSORBIMENTO COMPLESSIVO DI LIQUIDITÀ



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati Bridgewater

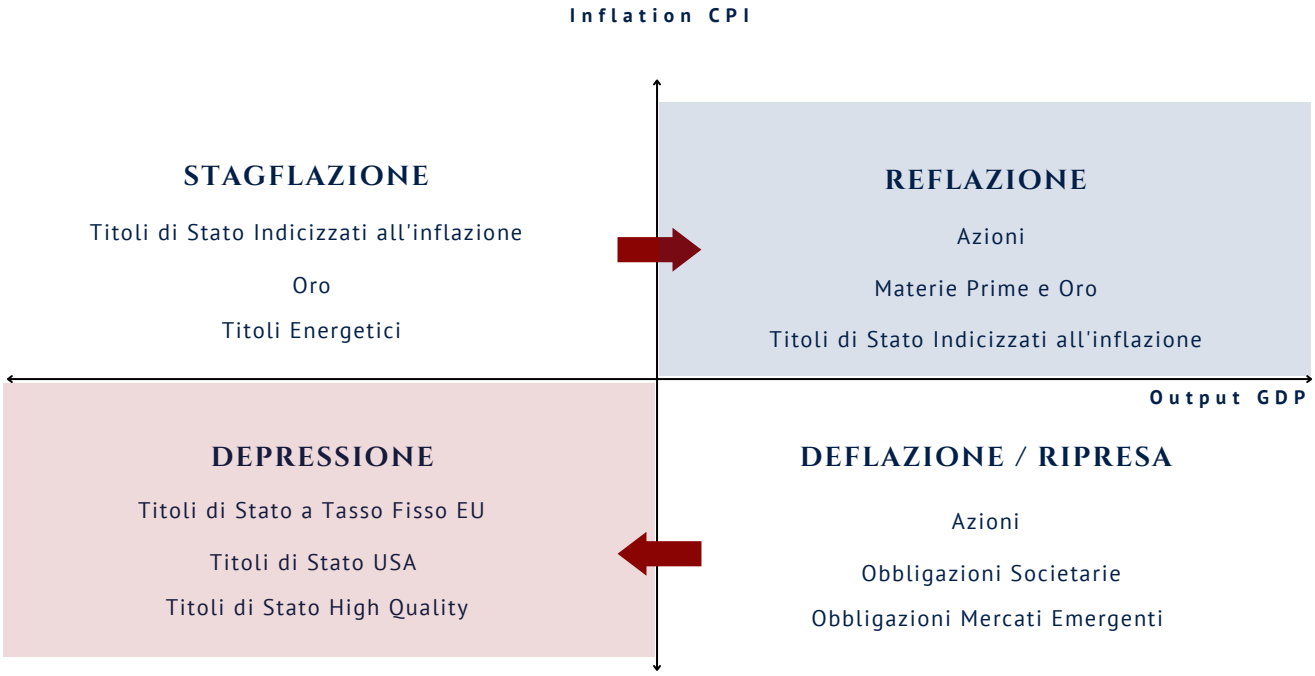
'inflazione rimarrà elevata. In risposta allo shock del COVID, la Fed ha rapidamente ridotto i tassi vicino allo zero e ha intrapreso un massiccio programma di QE, che è stato un importante supporto per gli asset finanziari. Poiché le condizioni si sono normalizzate e l'inflazione è diventata una preoccupazione maggiore, la Fed ha iniziato a ritirare rapidamente questa liquidità. La Fed dovrebbe normalizzare nettamente i tassi di interesse da qui e contemporaneamente ridurrà il suo bilancio a un ritmo massiccio di $ 95 miliardi al mese entro settembre (ragionevolmente più veloce dell'ultimo inasprimento quantitativo). Il buco di liquidità si crea direttamente nel mercato obbligazionario e poi si riverbera su altre attività. Inoltre, non solo la Fed stessa ha acquistato obbligazioni a un ritmo rapido durante il QE, ma abbiamo anche visto le banche commerciali acquistare obbligazioni a un ritmo mai visto prima. Data la debole domanda di credito del settore privato, le banche hanno investito un importo record delle proprie riserve in obbligazioni e strumenti vari. Ora, mentre la Fed si sta muovendo verso la vendita di obbligazioni, anche le banche si stanno trasformando da acquirenti in venditori, creando un ulteriore grande buco di liquidità.

Il Liquidity Hole interromperà la sua espansione brevemente solo quando la morsa del rialzo dei tassi si bloccherà (nelle fasi di "Go" che abbiamo visto nel grafico precedente), proprio perchè uno dei due fattori che ne ha contributo alla formazione verrà meno, ma non il secondo, ovvero il più importante. Questa fase corrisponderà, come ci attendiamo, ad una fase di recupero del mercato azionario e degli asset più rischiosi (comprese crypto) fin

tanto che, nuovamente, il sistema non tornerà a surriscaldarsi, i tassi non torneranno nuovamente a salire e, infine, il liquidity hole ad espandersi nuovamente.
Questa visione e questa analisi è anch'essa in linea e conforme al sistema che abbiamo delineato nel precedente paragrafo, convincendoci, da un altro punto di vista, delle conclusioni a cui siamo giunti.

COME COMPORTARSI IN QUESTO SCENARIO

Lo scenario economico appena descritto potrebbe muoversi rapidamente e costantemente tra fasi di reflazione, stagflazione e recessione, attraverso cicli molto più brevi degli anni passati e attraverso una volatilità che le banche centrali molto difficilmente riusciranno a contenere.



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito.**

Guardando al futuro, anziché fare la corsa ai rendimenti, crediamo che nella costruzione dei portafogli gli investitori si dovrebbero concentrare per ottenere allocazioni più robuste e rafforzare la resilienza a fronte di un contesto di maggiore incertezza per la volatilità macroeconomica e di mercato, nonché più incerto sul versante del sostegno da parte delle banche centrali. L'obiettivo dovrebbe essere quello di puntare a potenziare la resilienza dei portafogli e a trarre benefici nelle fasi di volatilità dei mercati.

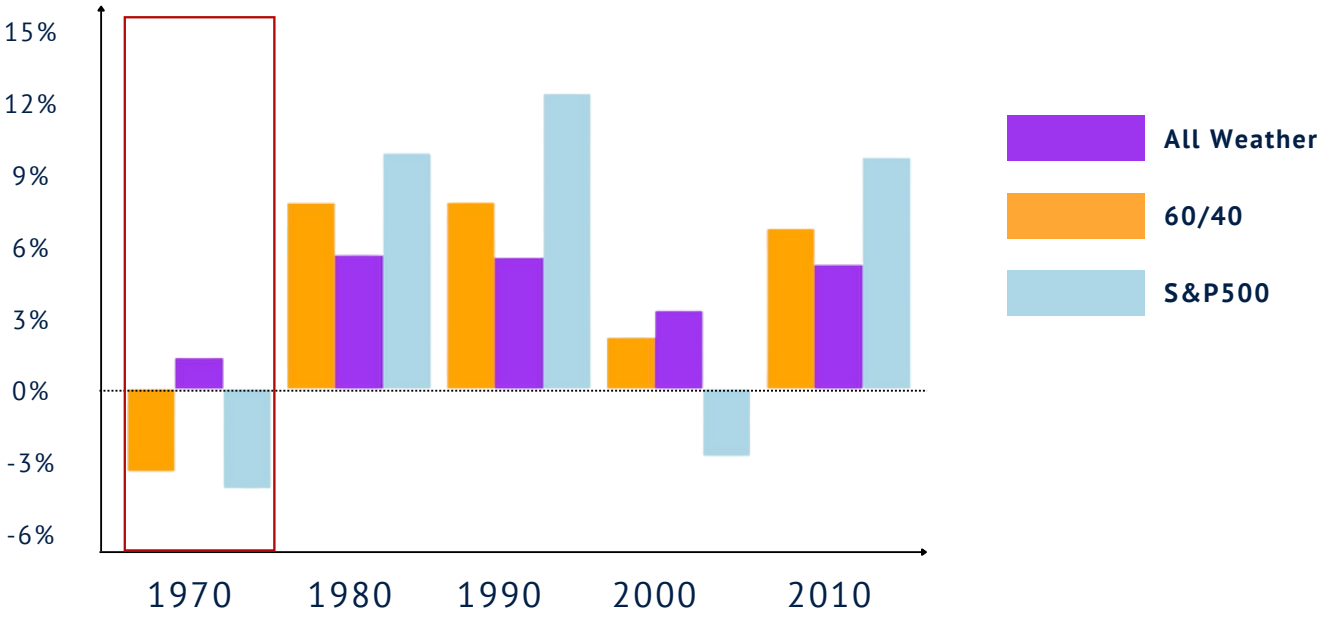
La diversificazione merita un approfondimento a sé. Così come le imprese diversificano le loro filiere di approvvigionamento, gli investitori possono diversificare i portafogli alla luce dei fattori e dei rischi geopolitici, riallocando il proprio capitale in diverse classi di attivo, anche alla luce della previsione di cicli più brevi e di maggiore incertezza nonché – dato il mutato quadro per l'inflazione – di risposte delle autorità meno a tutto campo.

Operativamente, per quanto sia necessario mantenere un'importante diversificazione complessiva in classi di rischio, gli investitori saranno chiamati a sfruttare con efficacia i bear market che si verranno a formare, i quali saranno molto più comuni e frequenti del periodo 2009-2022; saranno inoltre chiamati a gestire in modo efficiente le successive fasi di volatilità, con gli asset e con gli strumenti che invece hanno aiutato i portafogli nella prima fase di questo 2022.

In questo contesto, il portafoglio All Weather potrebbe rappresentare una validissima scelta di allocazione, essendo stato una delle poche soluzioni di investimento in grado, negli anni '70, di dare rendimenti reali positivi agli investitori: la storia si ripete,

con simili pattern, se non uguali: la diversificazione tra asset class efficiente, però, tipica di portafogli in linea alla filosofia All Weather, crediamo possa essere la migliore protezione oggi costruibile per gli investitori, per raggiungere quella famosa resilienza tanto impattante in questo contesto.

Performance REALE delle strategie in diverse decadi



Fonte: Elaborazione **Centro Studi Investimento Custodito** su dati ofdollarsanddata.com

REFERENCES

Barnichon, R. 2010. *Building a Composite Help-Wanted Index*. Economics Letters 109, no. 3: 175–78

Barnichon R., 2015. *Labor Market Heterogeneity and the Aggregate Matching Function*. American Economic Journal 7, no. 4: 222–49

Blanchard O., Diamond P., 1990. *The Aggregate Matching Function. In: Growth*, *Productivity*, *Unemployment*, ed. Peter A. Diamond. Cambridge: MIT Press, pp. 159–201

Blanchard O., Diamond P., 1989. *The Beveridge Curve*. Brookings Papers on Economic Activity 1989-1: 1–76

Blanchard O., Summers L., B*ad News for the Fed from the Beveridge Space*, Peterson Institute for the International Economics, Working Paper, July 2022

Boitani A., Damiani M., *Una nuova Economia Keynesiana*, 2003, ed. Il Mulino, pag. 18

Brainard, Lael. 2022.CNBC Squawk on the Street interview with Vice Chair Lael Brainard, June 2. Available at https://www.cnbc.com/video/2022/06/02/fed-vice-chair-lael-brainard-says-itas-hard-to-see-the-case-for-the-fed-pausing-rate-hikes.html (accessed on June 3).

REFERENCES

Bridgewater, *The Liquidity Hole Is Expanding*, Research & Insight, Working Paper, June 2022

Bridgewater, *Investors Need to Prepare for Stagflation*, Research & Insight, Working Paper, July 2022

Bridgewater, *Building a Beta Portfolio in an Environment That Looks Difficult for Assets*, Research & Insight, Working Paper, May 2022

Domash A., Summer L., *How Tight are U.S. Labor Markets?* Working Paper 29739. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2022

PIMCO, Secular Outlook, Working Paper, July 2022

Pissarides, Christopher A. 2000. *Equilibrium Unemployment Theory*, 2d ed. Cambridge: MIT Press

Powell, Jerome. 2022. Transcript of Chair Powell's Press Conference, May 4. Available at https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220504.pdf (accessed on June 1)

Powell, Jerome. 2022. Transcript of Chair Powell's Press Conference, May 4. Available at https://www.federalreserve.gov/mediacenter/files/FOMCpresconf20220504.pdf (accessed on June 1).

REFERENCES

Waller, Christopher J. 2022. Responding to High Inflation, with Some Thoughts on a Soft Landing. Institute for Monetary and Financial Stability (IMFS) Distinguished Lecture, Goethe University Frankfurt, Germany, May 30.

Woodford. 2007. *Interpreting Inflation Persistence: Comments on the Conference on 'Quantitative Evidence on Price Determination.* Journal of Money, Credit and Banking 39: 203–10

IMPORTANT DISCLOSURES AND OTHER INFORMATION

Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l. (la "Società") è una società specializzata in servizi di formazione, divulgazione, studio e ricerca su temi finanziari nonché in servizi di consulenza generica. La Società non fornisce in nessun modo il servizio di consulenza finanziaria su investimenti Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, né altri servizi di investimento oggetto di riserva di legge. La Società rimanda eventualmente tali rapporti a soggetti esterni quali consulenti finanziari abilitati con i quali può intrattenere rapporti di natura puramente commerciale. Tutti i contenuti presenti all'interno del sito, dei documenti, dei video, degli articoli e qualsiasi riferimento al logo della Società sono da considerarsi a scopo puramente informativo, educativo e divulgativo. Tutti i servizi offerti si ritengono esclusi dalle riserve di legge. Le informazioni, i prodotti, i dati, i servizi, gli strumenti e i documenti contenuti o descritti su questo documento/sito internet (i "Dati") rivestono esclusivamente carattere informativo e non sono da intendersi come sostitutivi del servizio di Consulenza in materia di investimenti di cui all'art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, oggetto quindi di riserva di legge. Le informazioni fornite sul documento/sito internet non costituiscono, pertanto, né un'attività pubblicitaria o una raccomandazione né un'offerta o un invito ad acquistare o vendere strumenti di investimento, ad effettuare un'operazione o ad assumere un impegno giuridico. I prodotti e gli strumenti finanziari, nonché gli studi menzionati non sono idonei per tutti gli investitori in quanto standardizzati. Le informazioni contenute non costituiscono un parere finanziario, legale, fiscale e/o una raccomandazione di qualsivoglia altra natura. Le decisioni di investimento o di altra natura non devono essere assunte esclusivamente sulla base di tali informazioni. Prima di adottare tali decisioni di investimento, si consiglia di richiedere una revisione approfondita della documentazione e la consulenza di uno specialista qualificato. La società mette a disposizione a pagamento la visione dei contenuti proprietari di tipo standardizzato ed esclusi dalla disciplina MiFid2, fornendo ai propri clienti le informazioni necessarie ad intraprendere un percorso di consapevolezza ed alfabetizzazione finanziaria. Gli strumenti presenti nei portafogli modello e nei casi studio sono esemplificativi della composizione di un portafoglio che replica una determinata strategia di investimento, sulla base di profili di rischio individuati in modo generico. La scelta degli strumenti è frutto di una semplice analisi costi benefici di strumenti finanziari a basso costo presenti su tutti i mercati finanziari, nella forma di fondi passivi indicizzati (ETF). Gli strumenti possono essere anche sostituiti con altri strumenti similari appartenenti alla stessa categoria. I rendimenti passati non sono necessariamente indicativi di quelli futuri ma rappresentano una mera rappresentazione di strategie adottate e in adozione. Il cliente è responsabile del proprio comportamento e delle decisioni intraprese nonché dei rischi derivanti dall'attività di investimento. La società declina ogni responsabilità derivanti da un utilizzo improprio di tali informazioni. Aderendo ai servizi proposti il cliente è consapevole di avere accesso a contenuti proprietari protetti da copyright e sollevando Investimento Custodito – Boutique Fiananziaria s.r.l. da qualsiasi utilizzo improprio di essi. I contenuti riportati appartengono al libero pensiero degli autori. Nella misura massima consentita dalle leggi e/o dai regolamenti vigenti, Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l., nonché i suoi amministratori, agenti, dipendenti e appaltatori non assumano alcuna responsabilità per perdite o danni di qualsiasi natura derivanti da (i) l'accesso, l'utilizzo o la consultazione dei documenti e del Sito; (ii) qualsiasi inesattezza, errore, incompletezza o altra circostanza concernente i Dati contenuti; (iii) l'impossibilità di accedere o utilizzare i docmenti ed il Sito per qualsiasi ragione. Fatta salva l'ipotesi in cui siano accompagnati da una dichiarazione esplicita del contrario, tutti i materiali contenuti sono protetti da copyright, diritti relativi ai database o altri diritti di proprietà intellettuale di proprietà di Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l.. Nessuna previsione è da intendersi come idonea a concedere alcuna licenza o diritto di utilizzare qualsiasi immagine, testo, marchio o logo. Il download o la copia dei Dati non è in alcuna forma idoneo a trasferire all'utente diritti di proprietà intellettuale su software o altri materiali. Qualsiasi riproduzione, pubblicazione o distribuzione dei contenuti è consentita esclusivamente nel caso di espressa autorizzazione scritta della Società e con specifica indicazione della fonte dei dati. I risultati passati non costituiscono un indicatore della performance futura di un investimento. Il valore degli investimenti può essere soggetto a fluttuazioni e gli investitori potrebbero non recuperare l'importo investito. Le variazioni dei tassi di cambio delle valute straniere possono altresì incrementare o diminuire il valore dell'investimento. Gabriele Galletta è Head of Market Strategist, Analista e formatore della società, sviluppa le soluzioni modello «All Weather», in quanto esperto, è si occupa dello sviluppo dei materiali formativi e dei prodotti formativi offerti dalla società. Lo sviluppo di portafogli modello non rappresenta in alcun modo consulenza in materia di investimento, ma servizio ausiliario all'attività di informazione e formazione svolta.

© 2021_ Investimento Custodito. All rights reserved.