

## LA FABBRICA DELLA LIQUIDITÀ

6 marzo 2014

### La Banca del Giappone sostituisce la Fed, non resteremo a secco

Benessere e modernità risolvono molti problemi di salute ma ne creano anche di nuovi. Dal Giappone a Singapore, notano i dentisti, c'è un aumento preoccupante delle lesioni delle articolazioni temporomandibolari

La colpa è degli hamburger giganti venduti dalle catene di fast food. Nel tentare di trangugiarli molti avventori, abituati a portare alla bocca con le bacchette piccole porzioni, si slogano la mandibola.

Per fortuna gli hamburger sono un'eccezione. Il processo di inculturazione che la dieta americana subisce quando viene adottata in Asia porta generalmente a una riduzione del volume delle porzioni. In Giappone, ad esempio, le bevande di McDonald's (small, medium e large) vengono servite in bicchieri grandi la metà di quelli usati in America.

Anche la liquidità immessa dalla Fed ogni mese con il Quantitative easing è stata finora di volume molto superiore rispetto a quella immessa dalla Banca del Giappone, sia in assoluto sia in rapporto alle dimensioni delle due economie. Nei prossimi mesi, tuttavia, le cose cambieranno radicalmente.



Un diverso concetto di liquidità. Le porzioni di McDonald's in America e in Giappone.

La Fed, che cercherà di rispettare in tutti i modi il calendario di tapering che si è data, aumenterà quest'anno la sua base monetaria di 0.8 trilioni e alla fine del 2014 avrà chiuso completamente il rubinetto. La Banca del Giappone creerà per contro 0.9 trilioni. Si noti che il Pil americano supera i 16 trilioni, quello giapponese, con la svalutazione dello yen, è sceso sotto i 6 trilioni.

Il Giappone è anche pronto, da giugno in avanti, ad espandere ulteriormente la creazione di base monetaria nel caso l'aumento dell'Iva provochi effetti depressivi sui consumi superiori a quelli stimati. In ogni modo, mentre la Fed, almeno nei primi mesi del 2015, starà ferma, la banca

centrale giapponese continuerà con ogni probabilità a immettere liquidità senza interruzioni.



Sashimi e zen.

Dall'inizio dell'anno l'SP 500 guadagna l'1.2 per cento. Non è molto, ma quello che colpisce è la sensazione di invulnerabilità che il mercato trasmette. La crisi ucraina, che alcuni commentatori incauti hanno visto a un certo punto come l'inizio della terza guerra mondiale, ha causato una

correzione irrisoria dell'uno per cento, immediatamente recuperato non appena la crisi è stata declassata da globale a regionale. Che la borsa americana sia attraversata da un senso di onnipotenza lo si capisce anche dalle reazioni ai dati macro deludenti, comunque positive.

La borsa giapponese, per contro, perde quest'anno il 7.1 per cento e mentre Wall Street pregusta ulteriori grandi balzi non appena la primavera farà risalire i dati macro, a Tokyo si teme il peggio se gli investitori stranieri si stancheranno di aspettare le riforme strutturali promesse da Abe proprio mentre l'aumento dell'Iva farà scendere i consumi.

In effetti il piano riformatore di Abe sta attraversando una fase delicata. La massiccia svalutazione dello yen ha dato una scossa elettrica a competitività, profitti, sentiment delle imprese e quotazioni di borsa (almeno fino a dicembre). La parte facile del programma ha dunque funzionato molto bene. La parte difficile si sta però rivelando ancora più ardua del previsto.

Abe vuole che le imprese aumentino i salari dei loro dipendenti. Le imprese fanno resistenza, perché non sono convinte della tenuta nel tempo di Abe e del suo programma. Abe vuole accelerare la realizzazione della Trans Pacific Partnership, un mercato comune tra Stati Uniti e Asia (ex Cina) che stimolerebbe la crescita e risveglierebbe lo spirito competitivo di tutti i

partner. In questo caso è l'amministrazione Obama a rallentare l'ambizioso progetto. Nel caso infine delle lobby da ridimensionare, si discute molto ma, per il momento, i successi sono pochi.

Gli investitori stranieri sono molto sensibili alle riforme strutturali. Lo vediamo anche in Italia, dove la riforma del lavoro è vista dall'estero come il vero banco di prova del nuovo governo. Richard Koo nota però, non senza qualche ragione, che gli interventi strutturali producono effetti solo nel lungo periodo. Nel breve gli investitori dovrebbero invece privilegiare la politica monetaria, la politica fiscale e il cambio.

Se, come abbiamo detto, la politica monetaria giapponese diventerà ancora più espansiva, lo yen si indebolirà nuovamente e la borsa di Tokyo tornerà a crescere. Questo avverrà, se avverrà, da giugno in avanti.

Il momento della verità sarà tra aprile e maggio, quando si potranno valutare i primi effetti dell'aumento dell'Iva e si avrà anche un quadro più chiaro dei progressi di Abe sui due fronti strutturali interni, salari e lobby.

Su questi fronti non scommettiamo né su un pieno successo né su un completo fallimento. Poiché tuttavia molti investitori esteri hanno ancora aspettative elevate, un esito intermedio potrebbe causare il loro ritiro e una performance di Tokyo ancora negativa, quanto meno in termini relativi.

Azzardiamo l'ipotesi che quello possa essere un momento interessante per un parziale riposizionamento dei portafogli dall'America verso il Giappone. Abe è infatti una sorta di ultima spiaggia. Una discesa dei consumi e un procedere faticoso delle riforme strutturali non ne metterebbero in discussione la leadership (pur indebolendola) e costringerebbero la Banca del Giappone a essere ancora più aggressiva con la svalutazione e con la monetizzazione del debito pubblico.

Per il momento, secondo JP Morgan, le valutazioni dei titoli giapponesi rispetto agli utili 2015 sono sullo stesso livello di quelle dei titoli americani. Secondo Clsa, che considera il Topix, il PE sugli utili 2014 è di 14.0 contro il 15.5 di Wall Street. È poi possibile che si continui a sottostimare il recupero dei margini di profitto delle imprese giapponesi, che da un anno battono con regolarità le stime degli analisti.

Ora che la Cina ha dichiarato che quest'anno il suo Pil crescerà comunque del 7.5 per cento il punto nevralgico del mondo tornerà a essere il Giappone. A differenza del Fomc, che nel 2010 prevede per il 2012 una crescita



Liquidità zen.

americana del 4.1 per poi vedersi arrivare in realtà un modesto 1.75, la Cina è infatti praticamente infallibile nelle sue stime quando queste sono confermate dai livelli politici più alti.

A questo punto il mercato ha incrollabili convinzioni su America, Europa e Cina e lascia al loro destino gli emergenti. L'unica area grigia capace di incrinare certezze e provocare correzioni globali è il Giappone, che andrà quindi seguito con la massima attenzione anche da parte di chi intende continuare a investire altrove.

Il Giappone sarà però ben presto anche l'unico reflazionatore serio rimasto su piazza. L'Europa si tormenterà a lungo sulla sua politica monetaria, ma alla fine non farà molto (e lo farà all'ultimo momento). La borsa di Tokyo, pur con le avvertenze che abbiamo espresso, sarà quindi da comprare su ogni debolezza.



Condimenti zen in contenitore tao.

La copertura del rischio di cambio sarà indispensabile. La debolezza dello yen, nel medio termine, è ancora più certa del rafforzamento della borsa. A chi fosse scettico sulla ripresa dell'azionario giapponese consiglieremmo comunque una posizione al ribasso sullo yen contro dollaro.

Anche il renminbi cinese, nella prossima fase, potrebbe continuare a indebolirsi

leggermente contro dollaro. La Cina ci ha promesso solennemente il 7.5 per cento di crescita, ma la rigidità sull'obiettivo di crescita comporta una flessibilità sugli strumenti con cui raggiungerlo. Il cambio è uno tra questi. La Cina resta comunque un paese in surplus strutturale delle partite correnti. A un certo punto, quindi, il renminbi riprenderà ad apprezzarsi.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



Kairos è su Twitter.  
Seguici su [@Kairos Live](https://twitter.com/Kairos_Live)

**Disclaimer**

Kairos Partners SGR SpA. Via Bigli 21, Milano.

La presente pubblicazione è distribuita da Kairos Partners SGR. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, Kairos Partners SGR non si assume tuttavia alcuna responsabilità in merito all'esattezza, completezza e attualità dei dati e delle informazioni nella stessa contenuti ovvero presenti sulle pubblicazioni utilizzate ai fini della sua predisposizione. Di conseguenza Kairos Partners SGR declina ogni responsabilità per errori od omissioni.

La presente pubblicazione viene a Voi fornita per meri fini di informazione ed illustrazione, non costituendo in nessun caso offerta al pubblico di prodotti finanziari ovvero promozione di servizi e/o attività di investimento né nei confronti di persone residenti in Italia né di persone residenti in altre giurisdizioni, a maggior ragione quando tale offerta e/o promozione non sia autorizzata in tali giurisdizioni e/o sia contra legem se rivolta alle suddette persone.

Né Kairos Partners SGR né alcuna società appartenente al Gruppo Kairos potrà essere ritenuta responsabile, in tutto o in parte, per i danni (inclusi, a titolo meramente esemplificativo, il danno per perdita o mancato guadagno, interruzione dell'attività, perdita di informazioni o altre perdite economiche di qualunque natura) derivanti dall'uso, in qualsiasi forma e per qualsiasi finalità, dei dati e delle informazioni presenti nella presente pubblicazione.

La presente pubblicazione può essere riprodotta unicamente nella sua interezza, a partire dalle 48 ore successive la diffusione ufficiale, ed esclusivamente citando il nome di Kairos Partners SGR, restandone in ogni caso vietato ogni utilizzo commerciale e previa comunicazione all'ufficio stampa (Mailander – 011.5527311).

La presente pubblicazione è destinata all'utilizzo ed alla consultazione da parte della clientela professionale e commerciale di Kairos Partners SGR cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Kairos Partners SGR ha la facoltà di agire in base a/ovvero di servirsi di qualsiasi elemento sopra esposto e/o di qualsiasi informazione a cui tale materiale si ispira ovvero è tratto anche prima che lo stesso venga pubblicato e messo a disposizione della sua clientela. Kairos Partners SGR può occasionalmente, a proprio insindacabile giudizio, assumere posizioni lunghe o corte con riferimento ai prodotti finanziari eventualmente menzionati nella presente pubblicazione. In nessun caso e per nessuna ragione Kairos Partners SGR sarà tenuta, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.