



COME NEL 1936

16 maggio 2013

La capitolazione francese allora, quella europea e giapponese oggi

Dopo il caos monetario seguito alla fine della Grande Guerra, la Francia rientrò nel sistema aureo nel 1926 con un franco fortemente sottovalutato che le garantiva competitività.

Esportando più di quanto importava, la Francia continuò negli anni seguenti ad accumulare riserve auree,

portandole via agli altri paesi (con l'eccezione degli Stati Uniti, anch'essi particolarmente competitivi rispetto alla vecchia Europa).

Il galateo monetario, generalmente rispettato prima della guerra, prescriveva che i paesi in surplus di oro aumentassero la moneta circolante in quantità corrispondente al nuovo oro accumulato. In questo modo la loro economia, crescendo, avrebbe richiamato importazioni dal resto del mondo, ricompensandolo della stretta monetaria che si trovava a subire per effetto dell'oro defluito all'estero. Nel medio periodo, in questo modo, il sistema aveva sempre ritrovato un certo equilibrio.



Parigi nel 1936, l'anno del Fronte Popolare.

Il galateo non fu rispettato dalla Francia di Poincaré e dall'America di Coolidge. Preoccupate dall'eventualità di una fiammata inflazionistica, le due amministrazioni, fortemente conservatrici, sterilizzarono il nuovo oro accumulato, rinunciando a una parte della crescita economica di cui avrebbero potuto godere. In questo modo Francia e Stati Uniti si trovarono fino al 1929 in una situazione apparentemente invidiabile (una crescita comunque buona in assenza di inflazione) ma al prezzo di una deflazione esportata verso il resto del mondo. Questa deflazione, diventata presto sistemica, non tardò a ritorcersi, a partire dal 1930, anche contro i paesi che l'avevano creata, la Francia e gli Stati Uniti.



Parigi. 1936.

Per allentare il cappio deflazionistico stretto intorno al collo, Gran Bretagna e Germania svalutarono rispetto all'oro già nel 1931. In questo modo attutirono, più degli altri paesi, gli effetti della Grande Depressione. Nel 1933 e 1934 fu la volta dell'America, che con Roosevelt svalutò aggressivamente il

dollaro e lanciò, con il New Deal, un programma di spesa pubblica (non enorme, visto oggi).

La Francia tentò di resistere. Le svalutazioni degli altri la rendevano sempre meno competitiva e la deflazione aveva creato crisi e disoccupazione, ma un insieme di considerazioni di prestigio e un attaccamento ai principi avevano indotto i governi a tenere duro e a sopportare un franco che nel frattempo era divenuto chiaramente sopravvalutato. Il Fronte Popolare, vincitore delle elezioni del maggio 1936, suscitò paure e fughe di capitali. A settembre il governo Blum capitolò, ultimo nel mondo, e lasciò andare il franco. Il nuovo spazio di libertà fu gestito nel complesso male, con aumenti salariali eccessivi che portarono a una svalutazione del franco, tra il 1936 e il 1938, del 70 per cento. La classe media, impoverita, avrebbe più tardi in larga misura appoggiato il regime di Vichy.

A cinque anni dal 2008, gli eventi degli anni Venti e Trenta sono perfettamente visibili, in filigrana, dietro alle nostre vicende contemporanee. In sede di bilancio (provvisorio, come vedremo) è chiaro che il 1931 inglese corrisponde al 2009 americano, mentre il 1936 francese corrisponde al 2013

europeo e giapponese. Come allora, chi è uscito per primo dalla deflazione si trova meglio, chi ha invece provato a resistere ha dovuto comunque capitolare e si ritrova ora in condizioni incerte e difficili. Il Regno Unito di oggi, per inciso, ha seguito una strada intermedia tra quella americana e quella europea e si ritrova quindi, in modo perfettamente conseguente, peggio dell'America e meglio dell'Europa.

Il successo della formula americana, confrontata con quella europea, è schiacciante. L'America ha risanato le banche e l'Europa no. L'America è cresciuta in ognuno dei quattro anni passati e l'Europa ha ondeggiato in modo preoccupante per poi afflosciarsi completamente, Francia e Germania comprese, dalla metà dell'anno scorso. L'America ha fin da subito pagato tassi reali negativi sul suo debito, la periferia europea ha pagato tassi reali altissimi. L'America ha visto una riduzione lenta ma costante della disoccupazione, l'Europa (Germania esclusa) ha visto una crescita esplosiva che, in Francia e in Italia, continuerà anche quest'anno e, probabilmente, nel prossimo.

Il dato più clamoroso è però un altro. L'Europa, con tutti i suoi sacrifici, i suoi disoccupati e le sue tasse, si ritroverà nel 2014 (e ancora di più nel 2015)



Tour de France 1936. Si affronta il Col du Tourmalet.

con un disavanzo pubblico molto più alto di quello che, con tutte le sue mani bucate, farà registrare l'America. Gli Stati Uniti, che nel 2009 produssero un buco di bilancio del 10 per cento del Pil, scenderanno al 3.4 nel 2014 e al 2.1 nel 2015. In

Europa, per contro, Francia e Italia si ritroveranno verosimilmente vicine al 4, come del resto l'Olanda. Dal canto loro, Spagna e Portogallo resteranno ampiamente sopra questo livello.

Per effetto della stagnazione e dei disavanzi, il debito europeo su Pil, fatti i conti, sarà cresciuto dal 2008 al 2015 come quello americano e probabilmente di più.

E non è finita, attenzione, perché adesso comincia per l'Europa una fase politicamente opaca e delicata in cui non è trascurabile il rischio che un paese

(l'Italia) o più paesi buttino via l'occasione fornita dalla fine dell'austerità e si lascino andare alla conflittualità politica e sociale, perdendo il controllo della situazione. Esattamente quello che successe al Fronte Popolare in Francia tra il 1937 e il 1938.

Come dice Peter Bofinger, membro del Consiglio degli esperti economici del governo tedesco, l'austerità è fallita e si sta ritorcendo contro la Germania. Bofinger, si dirà, è keynesiano ed è l'unico, tra i consiglieri, a pensarla così. Gli altri preferiscono tacere. La paura serpeggia però anche tra i duri dell'establishment tedesco, se è vero che Weidmann non ha avuto niente da eccepire al taglio dei tassi da parte della Bce e che Draghi avrà via libera per un nuovo taglio in giugno, per l'introduzione di tassi negativi sui depositi delle banche presso la Bce e per un rilancio in grande stile degli Ltro.

Chi decide, alla fine, è sempre e solo la Merkel, che per fortuna è molto più pragmatica di come la si dipinge di solito. È lei che ha abbandonato l'anno scorso il tabù della monetizzazione del debito dei singoli stati, è lei che quest'anno ha rinviato a data da destinarsi il fiscal compact. È ancora lei che scriverà il testo di un'unione bancaria in cui la Germania metterà qualche soldo in cambio della libertà di fare quello che vuole a casa sua e in cambio di future pesanti decurtazioni, da decidere su base politica caso per caso, per le obbligazioni delle banche da ristrutturare. È sempre lei, infine, che accetterà una svalutazione dell'euro, in autunno e dopo il voto tedesco, se la situazione italiana si sarà fatta ancora più precaria.



L'accordo del 9 giugno 1936 prevede grandi aumenti salariali. Tre mesi dopo, la svalutazione.

Adesso è il Giappone che ha la precedenza. Abe va al voto in luglio e l'America vuole che abbia successo e consolidi il suo potere. Un Giappone forte, in funzione di contenimento della Cina, è di nuovo una priorità americana e Giappone forte, per strano che possa sembrare, vuole dire yen debole. Sistemato il Giappone, si penserà all'Europa.

La fine dell'austerità europea non è di per sé una sconfitta dell'ideologia tedesca. Dove l'austerità è stata applicata con un coraggio combinato con

l'intelligenza (come in Inghilterra, ma anche in Irlanda o tra i Baltici) i danni sono stati contenuti e ci sono stati anche casi di successo. Dove poi la ricetta è fallita, come in Italia, la colpa è stata in parti uguali di chi l'ha proposta senza criterio (Berlino e Bruxelles) e di chi l'ha applicata nel modo peggiore (solo tasse, niente tagli e poche riforme). Se Keynes ha vinto fin qui, è più per gli errori degli avversari che per meriti propri.

Prima di ballare per le strade e festeggiare il ritorno alla spesa pubblica spensierata ricordiamo che la strada è ancora lunga e impervia per tutti. L'America riprecipitò nel 1937 nella crisi economica e nel bear market azionario per avere aumentato le tasse l'anno prima in misura non dissimile a quella adottata quest'anno con la manovra di gennaio (cui si sta aggiungendo il sequester). Certo, proprio nel ricordo del 1937 la Fed si manterrà estremamente espansiva, ma quello che succederà in un'Europa a disciplina allentata è ancora tutto da vedere.

Se poi tutto andrà bene, dal 2016 in avanti ci muoveremo in territori assolutamente inesplorati. La grande disputa sulle politiche economiche degli anni Trenta è e rimarrà per sempre irrisolta perché lo scoppio del conflitto mondiale, determinando come sempre politiche fiscali e monetarie di guerra, interruppe da una parte e portò all'estremo dall'altra l'esperimento keynesiano.

Questa volta, non essendoci per fortuna all'orizzonte la guerra, procederemo senza copione.

Vedremo dunque l'ennesimo formarsi di una bolla azionaria come mezzo per ricreare fiducia e invitare le imprese a investire? Vedremo l'espandersi ulteriore della base monetaria globale? Che succederà all'inflazione quando la base monetaria si trasformerà finalmente in offerta di moneta? Che succederà quando i tassi saliranno e i bond di ogni ordine e grado inizieranno a flettere? Come verrà assorbito lo scoppio della bolla? Ricadremo in una crisi ancora più grave, come abbiamo fatto ogni volta dal 1987 a oggi?

È qui che Keynes si troverà ad affrontare il suo primo vero grande esame. Superare il primo tempo di un dopocrisi a colpi di moneta sovrabbondante e disavanzi pubblici è relativamente facile. Più difficile sarà superare il secondo tempo senza produrre danni collaterali pesanti e ricadute nella crisi.

Al momento, in ogni caso, i mercati si trovano in circostanze eccezionalmente favorevoli. È un momento magico, uno sweet spot in cui tutto sorride a chi compra. La crescita è debole al punto giusto. Se fosse più forte metterebbe in discussione le politiche delle banche centrali, se fosse ancora più debole toglierebbe legittimità al rialzo azionario. La Fed ha tutte le intenzioni di continuare a premere al massimo l'acceleratore, la Banca del Giappone e la Bce la stanno seguendo o si apprestano a seguirla su questa strada.

Le valutazioni cominciano a essere tirate nei comparti difensivi, ma rimangono molti settori ancora a buon mercato. Considerando gli eccessi in cui si è prodotto l'obbligazionario, con rendimenti al di sotto di ogni immaginazione, nulla vieta che a eccessi analoghi si lascino andare le borse.

È chiaro che a un certo punto bisognerà fare attenzione, ma non ora. Bisogna restare nel mercato e ruotare lentamente verso i ciclici.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181

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.