

IL CONVITATO DI PIETRA

22 agosto 2013

Tutti a pensare al tapering, ma là nell'angolo, intanto...

Due settimane fa tutto era semplice, ora tutto è complicato. All'inizio di agosto il mercato sembrava tranquillo, appagato e riconciliato con la Fed. Dopotutto, si diceva, con un'inflazione ai minimi in quasi tutto il mondo la stretta monetaria preannunciata da Bernanke non sarà certamente feroce. Si tratterà semplicemente di un graduale ritorno alla normalità, lento, benevolo e attento a non disturbare in nessun modo la crescita. Alla fine, si era arrivati a pensare, ci dimenticheremo presto dello psicodramma del tapering, passatempo dell'estate 2013, e metteremo a fuoco l'accelerazione della crescita negli Stati Uniti e l'uscita dalla recessione dell'Europa.



Fragonard. Don Giovanni e il convitato di pietra. 1830.

Due settimane dopo, cioè oggi, domina invece il nervosismo. Il tapering, ovvero la riduzione degli acquisti di titoli da parte della Fed, si avvicina. Se non inizierà in settembre sarà per dicembre. Insomma, ci tocca. Il tapering non è solo l'avvio di una nuova stagione di politica monetaria, questa volta restrittiva, ma il prologo di un ciclo secolare di rialzo dei tassi. E si sa che,

quando i tassi iniziano a salire, presto o tardi gli zombie indebitati, che riuscivano a tirare avanti con i tassi a zero, cominciano a uscire rumorosamente di scena, facendo default o, se si tratta di stati nazionali, attraverso crisi della bilancia dei pagamenti.

Ma non c'è solo questo, che pure basterebbe. Ci sono molti altri fattori di disturbo.



Il Don Giovanni nell'allestimento del Teatro del Maggio Musicale Fiorentino. 2012.

Il primo è in America. Si avvicina un nuovo round dello scontro fiscale tra democratici e repubblicani. C'è la possibilità di una chiusura graduale della pubblica amministrazione a partire dall'inizio di novembre. C'è anche la possibilità teorica di un default sul debito. Ma come, si dirà, di nuovo? Non si era forse raggiunto, con il

sequester, un accordo soddisfacente? Non si era parlato di pace fiscale per almeno qualche anno?

Il problema è che la politica fiscale americana procede in modo sempre più caotico. Non si fa più un budget da anni, si va avanti a esercizi provvisori e, con il sequester, si è inventata una forma di contenimento della spesa ancora più radicale dei tagli lineari, ovvero i tagli casuali, quasi per sorteggio. Si fa così perché non c'è più nessuna volontà politica di raggiungere accordi alla luce del sole e quindi si taglia alla cieca (purché metà in area democratica e metà in area repubblicana). A livello macro, quello dei dati aggregati, la cosa funziona e sta producendo una impressionante riduzione del disavanzo federale. A livello micro è il caos.

Il mercato si è ormai abituato a questi scontri. Sa che ogni volta si trova una soluzione all'ultimo minuto e pensa che anche questa volta sarà così. Questo stato di assuefazione potrebbe però indurre i politici ad alzare ulteriormente i toni dello scontro e quando volano parole grosse, si sa, le cose possono sfuggire di mano.

Anche l'Europa, nonostante i dati macro in deciso miglioramento, ha la sua quota di problemi. Grecia e Portogallo sono in una situazione precaria, ma per motivi elettorali tedeschi la loro situazione verrà affrontata all'inizio

dell'anno prossimo. Anche l'Italia, dove il quadro politico è quello che è, sarà pregata in tutti i modi di congelare fino a fine settembre qualsiasi pulsione autodistruttiva. Non sarà però rinviato lo stress test sulle banche dell'Eurozona e si sa che, questa volta, si farà sul serio. Gli stessi dati macro, positivi nelle ultime settimane, potrebbero incontrare qualche vuoto d'aria nelle prossime, quanto meno in Germania.

Al momento è però l'Asia a preoccupare di più. Il Giappone sta per decidere sulla questione più delicata dell'Abenomics, l'aumento dell'Iva. Un tentativo precedente, negli anni Novanta, produsse un esito disastroso e fece abortire una ripresa che era sembrata promettente. Abe sembra orientato a riprovarci.

Secondo Rob Subbaraman di Nomura i problemi dell'Asia sono profondi e strutturali e rischiano, se non li si affronterà correttamente, di fare precipitare la regione in una crisi paragonabile a quella del 1997. La crisi del 1997, si ricorderà, fu una crisi di bilancia dei pagamenti. Il boom di consumi e investimenti degli anni precedenti era stato in buona parte finanziato dall'estero. Scoppiata la bolla, i capitali esteri in fuga avevano fatto crollare il cambio delle divise asiatiche.

Dal 1998 al 2008 l'Asia tornò ad essere un modello di virtù e di risparmio e il surplus delle partite correnti, che era sceso all'uno per cento del Pil, risalì fino al 7 per cento. Nell'inverno 2008-2009, nel momento più buio della Grande Recessione, America ed Europa chiesero all'Asia di attingere a quel tesoretto del 7 per cento e di spenderlo aggressivamente in consumi e investimenti.

Così fu, al punto che l'avanzo delle partite correnti asiatico è oggi ridisceso all'1.6 per cento del Pil. La turbocrescita dell'Asia ha portato grandi benefici alle esportazioni europee e americane, ma ha creato anche bolle immobiliari e una crescita eccessiva di crediti al consumo. A questo punto una frenata è d'obbligo e se non la si fa adesso si rischia un crash più avanti.

Il ciclo espansivo seguito alla crisi del 2008-2009 è partito in Asia e nei paesi emergenti prima che nel resto del mondo e lì è stato più vivace e aggressivo. Oggi il ciclo asiatico ed emergente mostra segni di senilità, anche



Don Giovanni. San Francisco Opera. 2011.

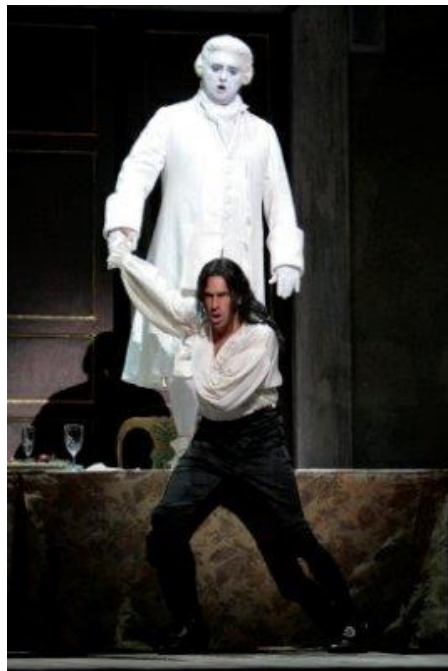
se non è ancora compromesso. Le speranze vengono dall'esperimento giapponese, decisamente poco ortodosso, e dalla Cina, che sta seguendo una strada più classica fatta di credito più selettivo compensato con una politica di liberalizzazioni che si preannuncia promettente.

In Occidente il ciclo espansivo non è certamente vecchio ma, attenzione, non è più nemmeno giovane. Michael Feroli, che ha lavorato come economista alla Fed ed è oggi in JP Morgan, parla del "Problema del 2016". Che succederà ai tassi, in quell'anno, quando l'America sarà finalmente tornata al pieno impiego? Sulla base della Taylor Rule i tassi a breve dovranno essere al 4 per cento. Il mercato non si aspetta però così tanto e per fortuna, secondo Feroli, anche la Fed si fermerà molto prima, probabilmente al 2 per cento.

Un rialzo dei tassi così contenuto non dovrebbe, se ben gestito, mettere in crisi il bull market azionario secolare iniziato nel 2009. Certo, come nota Tobias Levkovich di Citi, dopo un rialzo del 55 per cento negli ultimi due anni (l'SP 500 stava a 1099 all'inizio dell'ottobre 2011) ci possono stare anche 12 mesi laterali, ma strutturalmente il mercato è ancora molto forte.

Attenzione, però. Le antenne delle borse, sempre sensibili verso possibili

problemi in agguato, sono oggi orientate sulla politica monetaria, ma non percepiscono i segnali che le orecchie fini di David Rosenberg cominciano invece a cogliere nell'aria. Rosenberg non mette in discussione la prosecuzione del ciclo espansivo nei prossimi anni, ma il fatto che i benefici della prossima fase di crescita continuino ad andare alle imprese e non a un convitato di pietra, il lavoro, che in questi anni è rimasto seduto in un angolo a nutrirsi di briciole.



Don Giovanni. Los Angeles Opera. 2012.

Ma come, ci si può chiedere, non ci sono ancora in giro milioni di disoccupati a tenere basso il costo del lavoro? Ci sono e non ci sono. Non c'è più disoccupazione in Germania, ad esempio, e nel 2016, come abbiamo visto, non ce ne sarà più nemmeno in America. Senza aspettare il 2016, in

ogni caso, i primi segnali di aumento del potere contrattuale del lavoro sono già evidenti. Con investimenti bassi e produttività stagnante, più salari significa meno profitti e tassi più alti significano un rapporto prezzo utili più basso.

Rosenberg è un economista brillante e ha una grande capacità di pensare fuori dagli schemi. Insieme a Gary Shilling è stato, in questi anni, uno dei pochi economisti di mercato tenacemente rialzisti sui bond lunghi, anche nei momenti in cui il coro raccomandava di venderli e dimenticarli per sempre. Oggi Shilling è ancora (moderatamente) pro-bond, mentre Rosenberg, che per anni ha predicato la disinflazione, vede moltiplicarsi i segni di una svolta epocale verso l'inflazione, lentissima nella fase iniziale (oggi) ma destinata ad accelerare.

Reflazionare, reflazionare, reflazionare continua del resto ad essere il mantra di Kenneth Rogoff, che vede per tutto l'orizzonte prevedibile una Fed colomba. La crisi attuale dell'Asia mostra che le politiche monetarie ultraespansive creano a un certo punto instabilità. L'America non è però a questo punto. L'indebitamento delle imprese cresce ma non è alto e quello delle famiglie sta ancora riducendosi, anche se più lentamente che negli anni scorsi.

Conclusione operativa. Siamo entrati nella classica fase di turbolenza autunnale, positiva solo per i trader bravi e nevrotizzante per tutti gli altri. Chi ha già azioni si limiti ad aspettare la fine dell'anno, quando probabilmente saremo tornati sui massimi. Chi è scarico approfitti delle occasioni. Sui bond si continui a restare entro i 4-5 anni.

Le borse europee sono di nuovo molto di moda e con buone ragioni, a condizione che il quadro italiano non si deteriori. Non si dimentichi la borsa inglese.

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.