

L'APOCALISSE INESISTENTE

10 ottobre 2013

Argentina e Congo pagano, pagherà anche l'America

Ormai ce ne siamo dimenticati, ma il mondo ha vissuto per più di quarant'anni, dal 1945 al 1989, sotto la minaccia atomica. Alla fine ci si era anche abituati a considerarla una condizione normale. I mercati finanziari non ne soffrirono

mai troppo e perfino la crisi dei missili di Cuba del 1962, nei 13 famosi giorni tra il 14 e il 28 ottobre in cui si pensò seriamente alla fine del mondo, l'SP 500 si limitò a scendere del 6.60 per cento, da 57.27 a 53.49.

Altri tempi, altre tempere di uomini e donne che avevano vissuto una guerra mondiale e non si spaventavano troppo facilmente. Oggi la sola ipotesi di un default tecnico di pochi giorni sul debito degli Stati Uniti viene presentata da molte parti come l'equivalente economico di una guerra atomica, qualcosa, si dice, che avrebbe un impatto superiore alla crisi del 2008, quando nel mondo 50 milioni di persone persero il lavoro. Lo dicono tra gli altri l'amministrazione Obama, il Fondo Monetario e l'Ocse. Si prospettano con toni allarmati danni incalcolabili.



Asset inflation. Zeng Fanzhi. L'ultima cena. Battuto in asta a 23 milioni di dollari la settimana scorsa.

Le parole costano poco e in effetti, non essendoci precedenti di default americano negli ultimi 150 anni, ci sarebbe nel caso parecchia confusione. Alla lunga, inoltre, la guerra dei nervi in corso a Washington e la chiusura di qualche centro di spesa governativo non mancherebbero di penalizzare la crescita.



Zeng Fanzhi. Hospital Series. 1994.

trovavano in temporanee crisi di liquidità, facevano acrobazie incredibili tra le poste di bilancio pur di onorare i loro debiti. L'Argentina della Kirchner, uno dei paesi peggio gestiti, compie ancora oggi periodiche incursioni a scopo di rapina nel suo ente di previdenza sociale quando deve pagare le cedole dei suoi bond in dollari. Il Venezuela, dal canto suo, saccheggia il suo ente petrolifero.

Insomma è una questione di volontà politica. Chi vuole pagare paga. L'amministrazione Obama, tuttavia, non ha fretta di risolvere la crisi immediatamente e ha anzi interesse a drammatizzarla al massimo per spaccare i repubblicani e dividerli una volta per tutte in due partiti, uno centrista e uno radicale. Obama sa anche che non potrà tirare troppo la corda e continuare al tempo stesso a presentarsi come adulto responsabile. Quando un adulto responsabile e un adolescente dalla testa calda smettono di parlarsi, gli spettatori (in questo caso gli elettori) inizialmente danno torto al giovane dai modi sgarbati, ma dopo qualche tempo iniziano a spostare la colpa sull'adulto che rifiuta il dialogo.

In pratica, quindi, se il nostro calcolo è corretto Obama cercherà di alimentare l'attesa del default ma cercherà alla fine di evitarlo, come del resto anche i repubblicani.

Tutto a posto, allora? Si tratta solo di pazientare qualche giorno per poi godere del meritato rialzo di fine anno? Probabilmente sì, ma non bisogna

trascurare, oltre a quella dell'esplosione atomica e a quella dell'accordo, una terza strada più insidiosa. Parliamo dell'ipotesi di soluzioni tampone, di innalzamenti del tetto all'indebitamento tali da riproporre il problema tra poche settimane. Non diamo molto peso a questa terza ipotesi, ma ne parliamo perché è assente dagli scenari dei mercati.

Le prossime due settimane saranno nervose, ma non necessariamente molto volatili. Vivremo di aperture parziali, rotture, riprese di dialogo e tentativi di mediazione. I mercati esiteranno a buttarsi troppo da una parte o dall'altra perché in qualsiasi momento potrà verificarsi un colpo di scena.

La pressione dei mercati sui politici, fino a questo momento, è stata inferiore a quello che ci si sarebbe potuto attendere. L'indice SP 500, del resto, è ancora in rialzo del 17 per cento rispetto all'inizio dell'anno ed è difficile piangere miseria in questa situazione. David Bianco di Deutsche Bank sostiene che il mercato si fermerà alla peggiora a 1630, sorretto dai fondamentali. Ci sembra un'ipotesi ragionevole.

Dato che gli esami non finiscono mai, la fine della guerra a Washington, quando arriverà, non sarà la fine di tutti i problemi. Sui dati macro, tanto in America quanto in

Europa, si sono ormai create attese molto positive e questo, di per sé, renderà più dolorose eventuali delusioni. Il Fondo Monetario ha del resto appena abbassato le sue stime di crescita in tutte le aree del mondo. Si tratta di limature, che vanno però in direzione opposta rispetto alle attese.

Quanto all'Europa, lo stress test sulle banche è già occasione per un'offensiva tedesca (soprattutto di matrice Bundesbank) che punta a rivedere i criteri di valutazione del rischio per la carta governativa detenuta dalle banche, un tema molto delicato per Italia e Spagna. Draghi ha già detto che i criteri vanno bene come sono, ma per mantenerli dovrà forse cedere qualcosa sulle valutazioni più discrezionali sull'attivo delle banche dei paesi deboli.

Nelle ultime due-tre settimane gli asset che hanno fatto meglio sono stati quelli su cui nei mesi scorsi si erano create le aspettative più negative. I Treasuries lunghi, gli emergenti e perfino alcune materie prime sono saliti, fortificati dall'allontanamento del tapering e, nel caso delle materie prime



Zeng Fanzhi. Mask Series. 2002.

come il minerale di ferro, dal temuto hard landing cinese che si è trasformato alla fine in un'accelerazione della produzione industriale. Il recupero di questi asset è difendibile, ma ulteriori rialzi non sono probabili.

Con l'arrivo della Yellen alla direzione della Fed il tapering sarà più lento, ma difficilmente verrà cancellato. Stanley Fisher sostiene che i tassi non potranno che salire. La nostra idea è che i tassi a lungo saliranno, ma in linea con l'inflazione. Il recupero dei tassi reali è la storia della fine del 2012 e del 2013 fino a giugno, ma per parecchio tempo, su questo fronte, non vedremo altro.

Salirà l'inflazione? La Yellen, pur restando inizialmente nell'ortodossia, ce la metterà tutta. Ha elaborato da tempo la teoria del controllo ottimale di inflazione e disoccupazione. Finché la disoccupazione rimarrà elevata, sostiene, sarà bene tollerare un'inflazione sopra il 2 per cento. Jan Hatzius interpreta con qualche malizia la teoria del controllo ottimale e la definisce una versione digeribile del targeting del Pil nominale.

Ricordiamo che se il Quantitative easing è l'atomica delle banche centrali, il targeting del Pil nominale è la guerra stellare. Se si pianifica



Zeng Fanzhi. Mask Series. 1996, n° 6.

infatti un Pil nominale in crescita, poniamo, del 5 per cento, questo 5, in mancanza di crescita reale, può e deve essere tutto di inflazione.

Naturalmente tutti preferiranno un 5 di crescita e uno zero di inflazione, ma in caso di difficoltà del ciclo

economico potrà anche essere il contrario.

Il bear market dei bond non sarà il tracollo che si era immaginato tra luglio e agosto. Sarà molto morbido e graduale, ma ci sarà. I crediti come le obbligazioni corporate rimarranno immuni da ribassi ancora per qualche tempo e potranno perfino apprezzarsi ulteriormente nella parte di bassa qualità.

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.