

L'ATTIMO DA COGLIERE

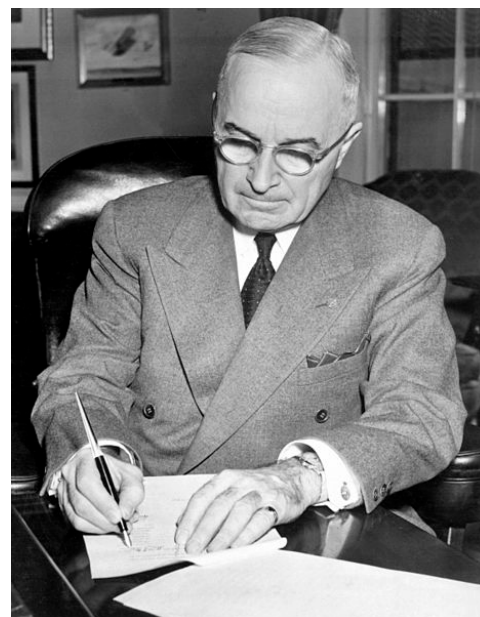
3 aprile 2014

Crescita e politiche espansive, lo stato di grazia dei mercati

Alla fine del 2016, fra meno di due anni, l'America sarà ritornata alla piena occupazione. In alcuni settori e, in generale, per le posizioni più qualificate, si farà addirittura fatica ad assumere e si dovrà cominciare a offrire retribuzioni più alte.

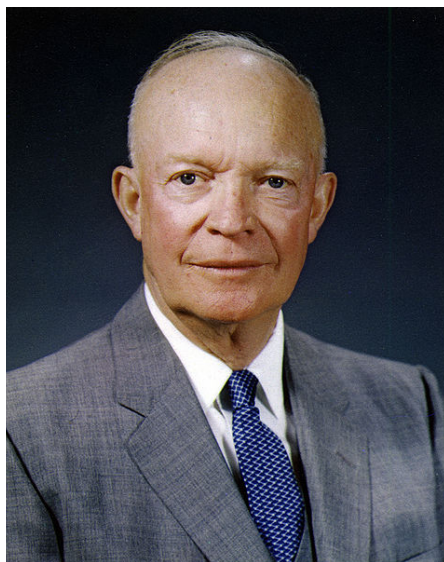
Visto dall'Europa mediterranea è un quadro da sogno, ma a ben vedere anche l'America ci avrà messo nove anni per tornare al pieno impiego, il doppio di quello che fu necessario dopo la recessione dei primi anni Novanta e il triplo di quello che occorre dopo quella del 2001.

L'età dell'oro del pieno impiego furono gli anni Cinquanta e Sessanta. La fine della guerra e la smobilitazione dei soldati avevano fatto salire la disoccupazione al 5.9 per cento nel 1948, ma già nel 1951 si era scesi al 3.3 e nel 1953, nonostante la recessione di quell'anno, si toccò il minimo del 2.9. Negli anni Sessanta il livello più basso fu raggiunto nel 1969 con il 3.5 per cento di disoccupati.



Dicembre 1950. Truman firma la mobilitazione per la Corea. La disoccupazione Usa è al 3.3 per cento.

Il pieno impiego non provocò inflazione, nei due decenni felici, perché la produttività in forte crescita fu in grado di assorbire gli aumenti salariali. Il meccanismo si guastò quando il forte aumento della spesa pubblica per il Vietnam, per la corsa allo spazio e per finanziare la Great Society e il costo dell'assistenza pubblica fecero cadere la produttività. La crisi petrolifera del 1973 dette il colpo di grazia, ma l'inflazione salariale era già partita da tempo.



1953. Inizia la presidenza Eisenhower. La disoccupazione Usa scende al 2.9 per cento.

Dopo il picco al 9.8 nel 1982, furono necessari 18 anni per rivedere la disoccupazione al 4 per cento nel 2000. Il resto è storia nota. Il 4.6 del 2007 divenne il 9.6 del 2010 e il 6.7 di oggi. Alla fine del 2016 saremo molto vicini al 5 per cento.

Il 5 per cento, come abbiamo visto scorrendo rapidamente la storia degli ultimi settanta anni, non porta automaticamente all'inflazione salariale e l'inflazione salariale, se bilanciata da un aumento della produttività, non porta di per sé a un aumento generalizzato dei prezzi. Questa volta, però, ci sono alcune incognite. La crescita della produttività è molto bassa in tutto il mondo e non

accelererà fino a quando non riprenderanno gli investimenti. Non tutti gli investimenti, naturalmente, ma quelli espressamente finalizzati a risparmiare lavoro.

Dalla Grande Recessione a oggi le imprese non hanno avuto molti stimoli per investire in questa direzione. Una parte ha continuato a delocalizzare in Asia o in Messico, mentre chi ha continuato a produrre in Europa o negli Stati Uniti ha potuto godere di un grande serbatoio di manodopera inutilizzata disponibile a prezzi decrescenti.

Oggi l'unica area in una situazione di pieno impiego è quella tedesca. Non è un caso che la grande industria, in Germania, stia avviandosi verso un massiccio programma di investimento che ne ridurrà per qualche anno la profittabilità. Meno noto è che anche in Giappone ci sono qua e là segni di tensione nel mercato del lavoro. I programmi di opere pubbliche, che l'Abenomics aveva inizialmente previsto per il secondo trimestre appena iniziato, slitteranno di alcuni mesi per la difficoltà nel reperire la manodopera necessaria. Anche per questa ragione Abe sta provando a rompere un tabù culturale proponendo di aprire le porte a 200mila immigrati all'anno. Dato

l'invecchiamento veloce della popolazione in tutta l'Asia orientale questa proposta, se anche venisse accolta, non sarebbe così facile da mettere in atto.

Quanto all'America, come abbiamo visto, alla fine del prossimo anno le imprese si troveranno a dovere cominciare a pagare di più le loro risorse umane e a spendere in tecnologia che ne possa sostituire almeno una parte. La pressione sui margini sarà inizialmente molto contenuta ma crescerà nel tempo. Le risorse dedicate agli investimenti saranno almeno in parte distolte dal riacquisto di azioni proprie e anche per questa via rallenterà la crescita degli utili per azione.

Quello che rende affascinante il momento attuale per chi investe è che, pur cominciando finalmente a intravedersi un'accelerazione sincronizzata della crescita globale, i policy maker sono schierati a favore di politiche espansive perfino di più di quanto non lo fossero nelle fasi più buie della crisi. La frustrazione per la bassa crescita e il timore di gettare al vento gli sforzi di questi anni non li inducono solo a tenere il piede sull'acceleratore, ma a dare addirittura più gas al motore. Avendo fatto trenta, vogliono a tutti i costi fare trentuno.

Lo stato di grazia dei mercati, azionari ma anche obbligazionari, si spiega con la prospettiva simultanea di un'accelerazione imminente della crescita e con la possibile e probabile adozione di politiche espansive ancora più aggressive, come il Qe in Europa.

L'anno scorso, come ricorda Richard Koo, il 70 per cento del grande rialzo della borsa di Tokyo si è realizzato

nelle settimane tra il preannuncio dell'Abenomics e l'effettiva adozione delle misure previste nel piano. Anche i rialzi di Wall Street in corrispondenza delle tre operazioni di Quantitative easing si sono prodotti nella fase del preannuncio e nelle prime settimane di adozione effettiva.

L'Europa si trova oggi in una situazione analoga. Rimandando l'attuazione del Qe la Bce non delude i mercati, ma li mantiene in uno stato di eccitazione. Annunciando e non facendo si tiene aperte tutte le possibilità e conserva intatte le sue munizioni. Con l'Omt questa strategia ha funzionato in modo eccellente ed è chiaro il tentativo di replicarla adesso con il Qe.

Questo momento favorevole si presta a strategie diverse a seconda dell'orizzonte temporale di chi investe. Chi ha agito pensando ai cicli lunghi e



Gennaio 1969. Nixon entra alla Casa Bianca. Disoccupazione Usa al 3.5 per cento.

comprato nel 2009 o nel 2010 potrà vedere da qui all'estate una bella occasione di ridurre in modo significativo la sua esposizione. Chi opera su orizzonti più brevi fa ancora in tempo a entrare sui mercati europei, puntando soprattutto su una riduzione della loro sottovalutazione relativa.

L'euro appare avviato verso un ciclo discendente. Non c'è solo l'espressa volontà dei policy maker a spingere in questa direzione, ma anche la progressiva riduzione dei flussi provenienti dai paesi emergenti. Alcune grandi case hanno obiettivi molto aggressivi, anche sotto 1.30. Va però



Ottobre 2000. Dibattito Bush-Gore. Disoccupazione Usa al 4 per cento.

ricordato che l'Europa rimane l'unica grande area sviluppata con un attivo delle partite correnti. Questo attivo ha già iniziato a erodersi per una perdita di competitività dell'export tedesco e per una (per ora modesta) ripresa dei consumi (e quindi dell'import) nell'area mediterranea. Il surplus, tuttavia, ha una componente strutturale,

simmetrica al disavanzo americano e, da qualche mese, giapponese.

Un livello vicino a 1.35 appare più realistico, tenendo conto anche del fatto che nelle fasi di risk on globale, come quella che stiamo vivendo, il dollaro tende a indebolirsi.

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.