

D-DAY

5 giugno 2014

Al di là delle apparenze, le banche centrali saranno sempre più espansive

Una volta toccato il fondo, si diceva un tempo, si può solo risalire. Una volta toccato il fondo, si dice oggi, si inizia a scavare. Lo zero è stato, dall'alba della civiltà, il limite minimo invalicabile per i tassi d'interesse. I sovrani, teste coronate o banche centrali, hanno penalizzato i creditori con l'inflazione, con la ristrutturazione del debito o con il default, ma i tassi nominali non hanno bucato lo zero nemmeno in Giappone. La Svizzera in passato o la Danimarca dal 2012 sono eccezioni motivate tecnicamente, non decisioni di policy con un significato simbolico profondo.



Liquidità abbondante. Boston nel 2100. Simulazione Climate Central.

La vita per i banchieri centrali è stata difficile in questi anni. Scavare sotto il pavimento è più faticoso che scendere circondati dall'aria o dall'acqua. Scavare è stressante anche intellettualmente, perché significa sospendere le leggi economiche in cui molti sono stati cresciuti e dichiarare lo stato d'eccezione.

Difficile, dunque, ma a tutto si fa l'abitudine. Una volta rotto un tabù, è più facile violarne un altro. Avventurarsi in un mondo nuovo è meno impegnativo man mano si procede. A un certo punto, se il mondo resta in piedi, si va avanti con meno dubbi, più spediti. Alla fine ci si prova anche gusto e si può perfino diventare temerari.



Miami, Ocean Drive, nel 2100. Simulazione Climate Central.

primavera del 2003, complice anche la Guerra del Golfo, per avviare un lungo ciclo di rialzo dei tassi. Si aspettava poco, dunque, e una volta partiti nella normalizzazione si procedeva spediti.

Oggi, per contro, dopo cinque anni di ripresa globale e con borse come New York triplicate di valore, il Quantitative easing, dapprima endemico, è diventato regola quasi universale e l'eccezione è la sua sospensione, non la sua vigenza.

Certo, si può obiettare che la Fed è in fase di tapering, di spegnimento progressivo del Qe e che l'anno prossimo inizierà ad alzare i tassi. È vero, ma la riduzione di fabbisogno da parte del Tesoro americano è ancora più grande della riduzione di acquisti di titoli da parte della Fed. Quanto ai tassi, la nostra scommessa è che la componente maggioritaria della Fed sia certamente disponibile ad alzarli ma, e qui sta il punto decisivo, meno di quanto non aumenterà l'inflazione.

Quanto alla Bce, al di là delle misure decise oggi, unanimemente considerate nella parte alta delle attese, è una piccola frase della conferenza stampa di Draghi che ci dice, più di tutto il resto, come stia cambiando l'assetto mentale in Europa e, in particolare, in Germania. A una domanda sulle motivazioni che stanno dietro la fine della sterilizzazione delle iniezioni di liquidità del Securities Markets Programme, Draghi ha risposto con grande candore che l'inflazione è troppo bassa. Al netto dei tecnicismi, è come chiedere a un fedele perché ha ucciso la vacca sacra e sentirsi rispondere che aveva fame. È una risposta semplice e pratica, ma anche una coltellata al

Ci fu un tempo, anche se ce lo siamo quasi scordati, in cui, superato il momento peggiore di una crisi, le banche centrali aspettavano solo un paio di trimestri per iniziare a normalizzare le loro politiche alzando i tassi. Dopo la recessione del 2001 venne vista come aggressiva la Fed di Greenspan che attese la

cuore teologico dell'ideologia tedesca. Con queste premesse il Qe diventa possibile e perfino probabile, si tratterà solo di valutarne politicamente i tempi e i modi.

La banca centrale guida, la Fed, sta del resto facendo capire in tutti i modi possibili che continuerà a cercare qualsiasi pretesto per mantenersi espansiva e, se possibile, diventarlo ancora di più. I paletti per cambiare politica vengono spostati in avanti di continuo. Una volta raggiunto un obiettivo se ne inventa un altro. Prima si doveva fare scendere il numero di disoccupati, poi fare salire il tasso di partecipazione al mercato del lavoro, adesso si vuole che crescano le retribuzioni, domani si farà il targeting del Pil nominale.

L'effetto di questo mutato atteggiamento è molto positivo per le borse, almeno nel breve-medio periodo. Per i bond, invece, le cose si complicano.

In un ciclo economico positivo tradizionale i bond scendono di prezzo due volte, una perché salgono i tassi nominali, l'altra perché salgono i tassi reali.

Questa volta è possibile che salgano i tassi nominali e che allo stesso tempo scendano quelli reali, diventando negativi.

L'impoverimento, per gli obbligazionisti, sarà meno percepibile, ma ci sarà lo stesso e non sarà necessariamente

modesto. Non sarà

molto visibile quando si guarderà all'estratto conto trimestrale, perché i prezzi dei bond scenderanno poco, ma lo sarà quando si proverà a fare la spesa al supermercato pagando in obbligazioni.

C'è però un problema. I banchieri centrali sono sempre più elastici mentalmente, ma lo stato patrimoniale delle banche centrali che gestiscono è sempre più grande (non è il caso della Bce, che con le misure di oggi ripristina, nemmeno completamente, il livello del suo attivo del 2010). Il rischio di inflazione improvvisa, a un certo punto del futuro, rimane. Questo rischio, inizialmente, potrebbe essere gradito dai policy-maker (smaltirebbe una parte del debito pubblico in paesi come il nostro) ma diventerebbe presto difficile da gestire senza alzare bruscamente i tassi.

Tutto sarà facile, anche per chi investe, per questo e forse per il prossimo anno. Poi diventerà progressivamente più difficile. I bond produrranno ritorni reali negativi, le borse produrranno una volatilità elevata. Anche il



Il Jefferson Memorial di Washington DC nel 2100.
Simulazione Climate Central.

ciclo economico, da un certo punto in avanti, diventerà più irregolare e se si sbaglierà qualche manovra ci saranno conseguenze.

L'euro nei prossimi mesi sarà più debole, ma non di molto. I mercati, e dietro di loro l'America, continueranno a premere per un Qe europeo in piena regola. Solo allora accetteranno davvero un euro a 1.30.



Liquidità abbondante. New York a metà millennio.

Le borse hanno iniziato la fase di vendita sulla notizia con l'idea che fino alla fine dell'anno, in Europa, non avremo altre sorprese. Chi aveva comprato in attesa di

Draghi ora può vendere qualcosa. Chi non l'ha fatto farà bene ad approfittare di eventuali fasi di debolezza, con l'avvertenza che, se verranno, non saranno né lunghe né profonde.

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.