

I DELFINI DI KOONS

26 giugno 2014

Per capire quello che succede bisogna guardare alla prossima crisi

Perché, con un tasso di disoccupazione praticamente dimezzato rispetto al 2009 e a pochi decimali dalla piena occupazione, la Fed appare sempre più aggressiva ed espansiva?

Perché la Bce, con il pieno impiego in Germania e sotto lo sguardo severo dell'opinione pubblica tedesca, prepara per la fine anno il Quantitative easing, una misura che non ha mai voluto adottare negli anni scorsi? Perché lo fa proprio quando lo spread dei Btp decennali rispetto al Treasury di pari durata emesso dal migliore debitore del mondo si è ridotto a 17 punti base (2.73 il tasso italiano, 2.56 quello americano)? Perché la Bce sceglie il momento in cui la Grecia ha iniziato a rispettare di più gli impegni di risanamento, le banche hanno cominciato a ricapitalizzarsi seriamente e la produzione industriale dà qualche segnale di ripresa? Perché questo affanno quando nei mercati nessuno scommette più sulla dissoluzione dell'euro, una cosa di cui parlano ormai solo alcuni politici che corrono dietro a una parte dell'opinione pubblica (come è del resto normale, visto che il sentiment dell'opinione pubblica è da sempre un indicatore ritardato del ciclo economico)?



Art Basel. Pagati 5 milioni di dollari per questo simpatico delfino gonfiabile di Jeff Koons.

Perché la Cina, nonostante tutti i buoni propositi sull'adozione di un diverso modello di crescita, sulla necessità di non compromettere troppo l'ambiente e sull'opportunità di rallentare il ritmo di crescita riapre il rubinetto del credito ogni volta che il Pil sembra scivolare sotto il 7 per cento? Forse che il 6 per cento sarebbe così disastroso?



Art Basel. Pagati 4.5 milioni per questa Città delle Scimmie di Sigmar Polke.

dovrebbe essere una loro virtù caratteristica, ma anche la lucidità di analisi? Sarà forse questione, come dice David Rosenberg, di un fortissimo senso di colpa che li tormenta per avere concorso a creare, insieme a molti altri protagonisti dell'ubriacatura collettiva degli anni Duemila, la Grande Recessione?

Può anche darsi che sia effettivamente così, ma a leggere tra le righe quello che ci comunicano viene un'impressione diversa. Non è l'ombra della crisi scorsa a fare perdere il sonno ai policy maker, ma quella della prossima.

Qui non vogliamo analizzare quanto sia giusta o sbagliata questa paura e nemmeno ci interessa più di tanto capire se le azioni di policy che ne stanno seguendo e che continueranno a seguirne nei prossimi anni siano la risposta più corretta. Vogliamo solo calarci nella loro testa e provare a capire che cosa vedono i loro occhi e cosa pensano, di conseguenza, le loro teste.

Come nella saga di Terminator, le persone normali vivono la loro vita più o meno tranquillamente mentre solo un uomo, venuto dal futuro, ha negli occhi la rovina e la desolazione che attendono l'umanità. Solo sconfiggendo l'arma letale, il cyborg Schwarzenegger, l'uomo riuscirà forse a cambiare il corso della storia e a generare l'eroe che sconfiggerà i mostri.

Perché il Giappone, dopo vent'anni di tranquilla deriva e di decrescita felice, si sveglia improvvisamente dal torpore con l'Abenomics e reflaziona come non ha mai osato fare?

E perché le banche centrali si mostrano così preoccupate per l'insufficiente inflazione quando un delfino gonfiabile di Koons viene comperato in questi giorni ad Art Basel per 5 milioni di dollari, mentre un francobollo della Guiana, appena acquistato a New York per 9.5 milioni, quadruplica il record precedente nel settore filatelico?

Non è che le banche centrali sono così provate dallo shock di cinque anni fa da avere perso non solo quella prudenza che

E così oggi i mercati vedono se stessi, si compiacciono e si scambiano congratulazioni. I governi, dal canto loro, hanno fretta di dichiarare chiusa per sempre la crisi e diffondono ottimismo. I banchieri centrali, nella loro solitudine, vedono invece la possibilità di una crisi ancora più devastante di quella del 2008-2009.

Come per molte malattie, non è la potenza del fattore scatenante, ma la capacità di reazione del sistema immunitario a dettare la prognosi. Un paziente depauperato di linfociti e riempito di antivirali può anche superare la fase acuta e tornare alla sua vita, ma il dottore sa che anche un raffreddore, dovesse cogliere il paziente in un attimo di debolezza, potrebbe essere fatale.

Quali sono, dunque, le difese immunitarie compromesse che i policy maker ritengono di vedere e che i mercati hanno invece dimenticato? Sono la demografia, la produttività deludente, l'altissimo livello di indebitamento e la scarsa inflazione.

Se l'Arabia Saudita non avesse il petrolio sarebbe un paese poverissimo. Se gli Stati Uniti non avessero il boom del gas e del petrolio non convenzionali, questa benedizione capitata proprio negli anni immediatamente successivi al 2008, la loro crescita, già adesso più debole rispetto agli anni precedenti la crisi, sarebbe ancora più bassa e due milioni di posti di lavoro (destinati a diventare tre entro la fine del decennio) mancherebbero all'appello.

Il boom energetico ha avuto la grazia dei capitare, mese più mese meno, nel momento in cui la popolazione dei Baby Boomers ha cominciato ad avviarsi verso la pensione e a fare deteriorare rapidamente il profilo demografico del mercato del lavoro da una parte e i conti previdenziali e sanitari dall'altra. All'amministrazione Obama va dato atto di avere messo da parte gli scrupoli ambientalisti (dirottati sulla lotta al carbone, estratto in stati repubblicani) e di avere abbracciato il salvagente che cadeva dal cielo. Se si fosse scelto diversamente, all'europea, avremmo un prezzo mondiale del petrolio di 10-20 dollari più alto e un'economia americana incapace di trainare la tiepida accelerazione globale in corso.

Quanto alla produttività, il balzo è stato grande, nel 2009-2010, quando le imprese hanno imparato a produrre quello che producevano prima della



Art Basel. Pagati 3.2 milioni per queste due teste di cera di Bruce Nauman.

crisi con milioni di occupati in meno. Una volta stabilizzata la situazione, però, la produttività, non essendo nutrita da investimenti, è scesa verso zero.

La bassa crescita ha indotto una generazione di giovani a stare più a lungo presso i genitori, a rinviare la formazione di una famiglia, l'acquisto di una casa propria e ha quindi ridotto a sua volta la crescita demografica, colpita anche su un fronte ulteriore, quello dell'immigrazione. Più vecchi, meno figli e meno immigrati, tre situazioni destinate a permanere nel prossimo decennio, hanno indotto alcuni economisti a tagliare drasticamente la crescita potenziale del Pil americano.

Il terzo cavaliere dell'Apocalisse è il livello di indebitamento, globalmente aumentato del 30 per cento rispetto a prima della crisi e in forte crescita proprio nei punti deboli del sistema. Ci accorgiamo poco della cosa perché i tassi a zero hanno reso il servizio del debito molto leggero, ma la vulnerabilità rispetto all'eventualità di tassi reali in aumento è massima, globale e sistemica.

L'inflazione bassa è il quarto grande incubo di molti policy maker, perché aumenta i tassi reali e non sgonfia lo stock di debito esistente. L'inflazione bassa costringe poi le banche centrali a tenere i tassi nominali a zero e rende impossibile abbassarli ulteriormente in caso di ricaduta.

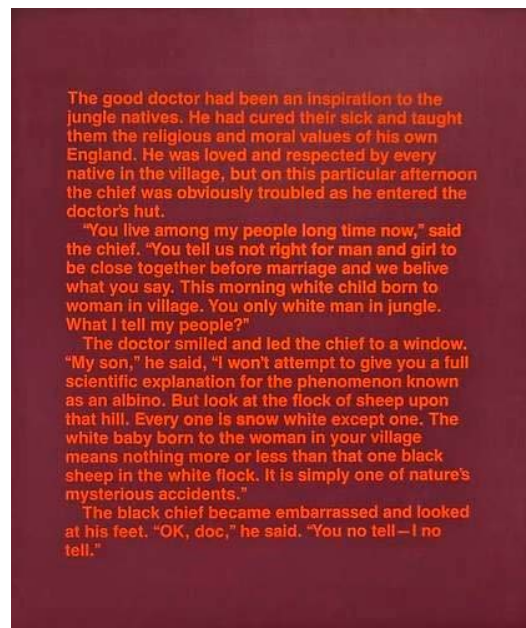
Visto in questo modo, quindi, il mondo che entrerà nella prossima crisi

avrà meno produttività, meno crescita, molto più debito (questa volta anche nei paesi emergenti, anche se si tratta di debito privato) e meno inflazione che nel 2007. I banchieri centrali, dal canto loro, avranno molto meno spazio per tagliare i tassi.

Una volta indossati questi occhiali, molte cose diventano chiare. Le banche centrali vogliono, fortissimamente vogliono, più inflazione. Vogliono anche che questa inflazione cresca più velocemente dei tassi, in modo da rendere i tassi reali sempre più negativi.

Se il mercato accetterà docilmente livelli crescenti di repressione finanziaria bene,

altrimenti si procederà d'autorità. A livello europeo sono allo studio misure di azzeramento temporaneo delle cedole sui titoli pubblici mentre la Fed



Art Basel. Pagati 2.2 milioni per questo You No Tell – I No Tell di Richard Prince (1987).

discute l'introduzione di una tassa di uscita per chi vorrà vendere fondi in momenti di crisi di mercato.

Non va visto solo il lato negativo di questo assetto mentale dei policy maker. Il lato positivo è il mantenimento di politiche monetarie che, con la caduta dei tassi reali che l'inflazione renderà possibile, saranno sempre più espansive. La speranza è che i linfociti riprendano a salire, che i figli grandi escano di casa e generino dei nipoti, che le imprese con i macchinari ormai usurati si decidano finalmente a investire.

Pazienza se ci sarà una bolla delle borse (a condizione che non sia così grande da generare troppa volatilità). Pazienza se i detentori di reddito fisso subiranno una repressione finanziaria più dura.

E pazienza se Koons, con i suoi delfini gonfiabili, diventerà sempre più ricco.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via Bigli 21, Milano.

La presente pubblicazione è distribuita dal Gruppo Kairos. Pur ponendo la massima cura nella predisposizione della presente pubblicazione e considerando affidabili i suoi contenuti, il Gruppo Kairos 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 il Gruppo Kairos 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.

Nessuna 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 del Gruppo Kairos, 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 del Gruppo Kairos cui viene indirizzata, e, in ogni caso, non si propone di sostituire il giudizio personale dei soggetti a cui si rivolge. Il Gruppo Kairos 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. Il Gruppo Kairos 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 il Gruppo Kairos sarà tenuto, nell'ambito dello svolgimento della propria attività di gestione, sia essa individuale o collettiva, che nell'ambito della prestazione dei servizi di investimento (quali la consulenza in materia di investimento in strumenti finanziari) ad agire conformemente, in tutto o in parte, alle opinioni riportate nella presente pubblicazione.