

**TASSI 2015**

18 settembre 2014

---

**Lower for longer, faster thereafter**

---

Ricordate la guerra in Ucraina, le atomiche tattiche, i sonnambuli che si avviavano verso il precipizio come nel 1914? Bene, la guerra in Ucraina non c'è più. Putin ha vinto sul campo, Europa e America hanno risposto stizzite con altre sanzioni per fare finta di avere sotto controllo la situazione e poi hanno imposto a Kiev di concedere l'autonomia alle regioni russofone. Quanto vale la tregua? La guerra era costata in certi momenti 60-70 punti di SP 500 e 500-600 di Dax. E la tregua quanto vale?



Arte scozzese. J. McIntosh. The Tay Bridge from my Studio Window. 1948.

Ricordate l'Iran e la sua bomba atomica, la Siria e le sue armi chimiche? La Russia perfida che sosteneva l'uno e l'altra? Oggi sono tutti quanti preziosi alleati dell'Occidente nella guerra contro l'Isis. La quale Isis, a sua volta, è reputata da molti opinionisti israeliani un grande bluff, molto meno pericoloso, strategicamente, dell'atomica iraniana.

Ricordate Gaza, che in agosto veniva messa nel mucchio per confezionare il discorso su un mondo che non vedeva tante crisi tutte insieme da almeno mezzo secolo? È matematicamente certo che tra Gaza e Israele scoppieranno

periodicamente altri conflitti nei prossimi anni e decenni, ma per qualche mese è molto probabile che non succederà niente di rilevante.

È perfino scoppiata la pace nel sud delle Filippine. L'Occidente si indigna



Arte scozzese. H. Raeburn. Sir John and Lady Clerk of Penicuik.

per un orso abbattuto, ma i 150mila morti nella guerra tra islamisti e governo per il controllo dell'isola di Mindanao non solo non hanno suscitato emozione ma non sono stati nemmeno annotati. In ogni caso tranquillizziamoci, è stato raggiunto un accordo.

Ricordate l'inflazione, che in luglio sembrava avere ormai preso tanta velocità (negli Stati Uniti) da sembrare inarrestabile e che

aveva indotto i falchi repubblicani del Fomc a fare partire una grande campagna per il rialzo dei tassi? Bene, l'inflazione è improvvisamente sfebbrata, è calata il mese scorso e si è totalmente azzerata nell'ultimo dato. I falchi sono ammutoliti. Scompariranno quasi del tutto dal Fomc a partire da gennaio per effetto delle rotazioni tra Fed regionali e per effetto delle ultime nomine da parte di Obama, tutte rigorosamente colombe.

Molte cose sono dunque cambiate in un mese. In Giappone l'Abenomics zoppica vistosamente sul piano dell'economia reale, ma chi ha venduto la borsa di Tokyo nei mesi scorsi pensando che fosse già finito tutto ha sottovalutato gli effetti degli incentivi agli acquisti azionari da parte dei fondi pensione. Il risultato è che Tokyo è sui massimi di periodo.

Quanto all'Europa, l'impianto generale di policy rimane certamente tedesco (austerità fiscale per tutti e svalutazione interna per la periferia) ma ritocchi che sembravano impossibili sono già diventati realtà o si preparano a essere realizzati. Alla Bce è stata lasciata più libertà d'azione, mentre sul piano fiscale si chiudono uno o due occhi sugli sforamenti di bilancio. L'euro debole, nel frattempo, ci impoverisce dolcemente e ci compra in cambio spazio per esportare e tempo per le riforme strutturali.

La Fed, fatti bene i conti, non intende mettersi di traverso e rovinare, proprio alla vigilia del referendum scozzese, il clima decisamente migliorato. Il considerevole periodo di tempo che dovrà passare prima di un rialzo dei tassi viene conservato nel comunicato del Fomc, con grande gioia dei mercati azionari e obbligazionari.

In cambio di questa concessione il Fomc confonde le acque su tutto il resto, redige un comunicato prolisso e volutamente ambiguo. È evidente l'intenzione di cominciare a emanciparsi dall'obbligo di concordare e negoziare con i mercati la linea d'azione dei prossimi mesi e anni.

Nella melassa dei comunicati e nelle evidenti contraddizioni (probabilmente volute) tra un'occupazione prevista in continua crescita e un'inflazione tenuta bassa nelle stime, gli occhi acuti di Vincent Reinhart vedono profilarsi la nuova strategia della Fed sui tassi d'interesse. Lower for longer, faster thereafter. Tassi a zero ancora per un anno (più a lungo di quanto il mercato stava incominciando a temere) e poi rialzi veloci. Non, quindi, la svolta lenta, morbida e quasi indolore. Non il protrarsi delle coccole e delle attenzioni a cui i mercati hanno preso l'abitudine, concedendo in cambio l'abdicazione dalla loro funzione di vigilanza. No, una volta che si sarà certi che l'economia avrà preso la velocità desiderata borse e bond verranno svezziati, perché a quel punto servirà meno che siano forti e sempre più forti.

Le implicazioni sono significative. La tradizionale correzione d'autunno può trasformarsi in una lunga estate di San Martino in cui le borse continuano ad arrampicarsi lentamente verso nuovi massimi. La Scozia, da catalizzatore di uno scivolone sulla seconda piazza finanziaria mondiale viene retrocessa (in caso di vittoria degli indipendentisti) a fatto locale. Il rialzo può prolungarsi fino alla fine dell'anno e occupare anche il primo trimestre del 2015.

In cambio, la volatilità tanto attesa per le prossime settimane si trasferisce, probabilmente ingigantita, verso la metà dell'anno prossimo. A quel punto, con borse ancora più alte e tassi in crescita più veloce, la correzione farà più male. La put della Yellen scatterà infatti solo dopo una discesa almeno paragonabile a quella dell'estate dell'anno scorso. Le banche centrali, si capirà, amano di amore sincero solo le economie. Il loro amore per i mercati è invece solo strumentale. Quando non servono più, si possono lasciare al loro destino.

Quali sono i rischi per questo scenario? Il primo è che la geopolitica, che volatile lo è per davvero, cambi di nuovo direzione. Il secondo, più insidioso, è che le economie tornino a deludere. Non è lo scenario di base, intendiamoci,



Arte scozzese. Francis Cadell. The Vase of Water. 1922.

ma va tenuto in considerazione perché i mercati sono assolutamente impreparati a questa ipotesi.

Nello scenario di base, in ogni caso, la festa continua.

Alessandro Fugnoli +39 02 777181



**Disclaimer**

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 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.