

FINO A QUANDO?

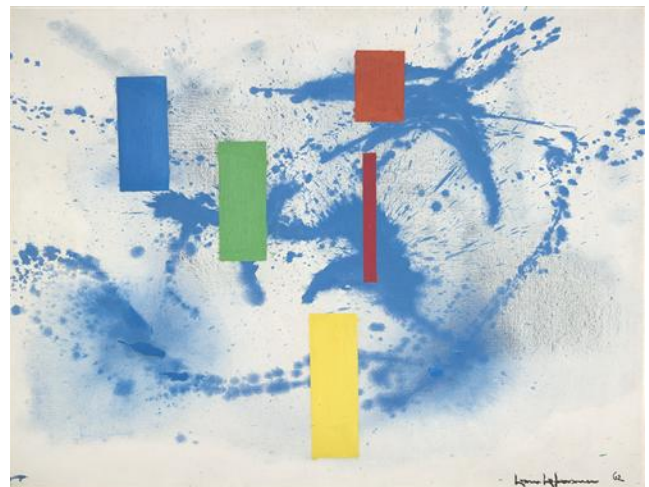
19 marzo 2015

Stare in tendenza è bello ma nessuna tendenza è eterna

Il dollaro salirà per sempre? Le borse e i bond saranno inesorabilmente sempre più forti? L'euro e lo yen seguiranno la sorte del peso argentino, che da 15 anni si svaluta senza soluzione di continuità? Il 2015 è cominciato bene per chi ha avuto in portafoglio qualche dollaro, azione o bond, ma quanto va tirata la corda?

Le grandi tendenze di mercato intossicano la mente. Se si è dalla parte giusta si cerca sempre una scusa per aspettare un altro mese o un altro giorno. Chiudere una posizione significa interrompere un bel sogno quando sappiamo benissimo che i bei sogni, nella vita, non sono poi così frequenti. Vendo domani, si pensa, e l'indomani si dice lo stesso, con lo stesso spirito con cui fra poco si smetterà di fumare e ci si metterà a dieta.

Paul Donovan di Ubs sostiene che i grandi movimenti sui cambi su cui si affannano in concorrenza tra loro i vari paesi non cambiano nulla. I policy maker sono andati all'università decenni fa, quando si studiava che svalutare e rivalutare significavano la differenza. Chi svalutava esportava di più e importava di meno, conquistando quote di mercato. Per servire la domanda



Hans Hofmann. Love Poem. 1962.

estera le imprese riprendevano a investire e ad assumere e l'economia si rimetteva a correre.

Oggi però non è più così. L'euro scende da 11 mesi e la quota di mercato europea in America non è cresciuta, così come non è diminuita la quota di mercato americana in Europa. Ancora più significativo il caso del Giappone.



Hans Hofmann. Paesaggio. 1935.

Lo yen scende da due anni e mezzo, passa da 78 a 120 e la quota di mercato in America non cambia, così come non cambia quella americana in Giappone.

Le imprese non adeguano più i prezzi ai movimenti di cambio e solo le materie prime, prezzate in tutto il mondo in dollari, salgono e scendono. Tutto il resto sta fermo. Donovan non trae conclusioni dalla sua analisi ma lascia capire

che l'enfasi e l'eccitazione, così come le speranze e i timori che circondano le grandi manovre monetarie e valutarie sono abbastanza fuor di luogo.

In effetti basta scendere per strada e fare due passi tra i negozi per notare che gli iPhone e gli Swatch costano come prima. La forza del dollaro e del franco svizzero non si è tradotta in aumenti di prezzo, così come non risulta che i formaggi francesi offerti dalle salumerie di lusso di New York costino meno di prima.

Ci sono almeno tre ragioni che spiegano questo fenomeno. La prima è, paradossalmente, la globalizzazione. A prima vista l'apertura crescente dei mercati, rendendo le grandi economie continentali (Stati Uniti, Europa, Cina) più esposte al commercio con l'estero, le espone di più alle variazioni dei cambi. Globalizzazione significa però anche che le imprese automobilistiche europee o giapponesi producono oggi negli Stati Uniti (o in Messico, che è comunque nell'area del dollaro) le auto che vendono in America, così come americani ed europei fabbricano in Cina le auto per il mercato cinese. Questo le immunizza quasi completamente dalla volatilità dei cambi.

La seconda è che le imprese, weberianamente scientifiche nel ridurre instancabilmente di una frazione di centesimo i costi di produzione di un componente e nell'applicare criteri rigorosi e razionali di gestione ovunque possano, diventano stranamente spensierate, passive e approssimative quando prezzano i loro prodotti all'estero. Molte, ad esempio, applicano da sempre la parità tra dollaro ed euro e vendono a 100 dollari in America quello che vendono a 100 euro in Europa (e viceversa), lasciando all'estro creativo del direttore finanziario la copertura parziale o totale (di solito parziale) del cambio. Quando l'Apple Store di Mosca, il 15 dicembre scorso, ha cambiato i prezzi per adeguarli al crollo del rublo, la notizia ha fatto il giro del mondo proprio perché rara, quasi eccezionale.

La terza è che questo comportamento appiccicoso dei prezzi è reso possibile dai margini storicamente alti delle imprese, soprattutto in America. Se i margini fossero stati all'osso, gli iPhone e gli Swatch sarebbero già rincarati. Nessuno vende in perdita a lungo per conservare la sua quota di mercato. Le borse, dal canto loro, tollerano meglio di una volta gli annunci di improvvisi deterioramenti dei margini (basta guardare la tenuta delle grandi compagnie petrolifere rispetto al crollo del greggio) e tolgono così un ulteriore incentivo ad alzare i prezzi per difenderli.

Alla fine, dunque, le svalutazioni competitive pensate per redistribuire i posti di lavoro finiscono con il redistribuire soprattutto i profitti, comprimendone la crescita (ormai azzerata) in America, facendoli esplodere in Giappone e, augurabilmente, facendoli crescere in Europa. Se poi gli extraprofiti vengono spesi riacquistando azioni proprie o, alla giapponese, restituendo soldi alle banche e accumulando cassa, le ricadute sull'economia reale diventano ancora più modeste.

Certo, le svalutazioni da Qe producono comunque effetti non disprezzabili. Le banche hanno meno sofferenze, gli investitori si sentono meglio, le casse pubbliche raccolgono più soldi dalle imposte sui profitti aziendali e sui capital gain, i tassi reali scendono e il servizio del debito pubblico diventa meno oneroso per i governi. Tutto questo, benché positivo, appare più una stabilizzazione che il segnale di un'inversione di tendenza.



Hans Hofmann. Ragazza giapponese. 1935.

Se è così, allora la conclusione da trarre non è che Qe e svalutazione non servono a nulla e tanto vale ritornare ai cambi di un anno fa, bensì quella opposta. Ovvero che il deprezzamento di lungo termine di euro e yen non è ancora terminato e che quella che si apre è semplicemente una fase di tregua nelle grandi tendenze al recupero del dollaro e all'apprezzamento delle borse in Europa e Giappone.



Hans Hofmann. Solstizio. 1946.

È vero, la Yellen ha dedicato tre quarti della sua conferenza stampa a parlare del dollaro. Lo ha fatto da economista e non da policy-maker che ne può influenzare il corso (i cambi sono competenza del Tesoro e la linea di confine nelle competenze è sacra e inviolabile), ma ha fatto comunque capire che il dollaro forte comincia a pesare sull'economia americana. C'è una certa strumentalità in questo (la Fed non ha molta voglia di alzare i tassi e la forza del cambio le dà un buon appiglio per rinviare) ma c'è anche l'idea che una fase di tregua darebbe agli Stati Uniti la possibilità di riprendere fiato.

Parlare però di un'inversione di tendenza sul dollaro (e quindi sulle borse europee) sembra prematuro per ragioni di breve, medio e lungo termine.

Nel breve, a impedire un decollo dell'euro, c'è la vicenda greca, ancora più spinosa di quanto si pensasse e che si protrarrà come minimo ancora un paio di mesi.

Nel medio c'è la considerazione che i germogli di accelerazione europea sono appena spuntati. Le grandi imprese esportatrici tedesche, che dovrebbero essere tra i maggiori beneficiari dell'euro debole, stanno facendo a gara, in questi giorni, per gettare acqua sul fuoco degli entusiasmi delle borse e trasmettere l'idea che i miglioramenti visibili sugli utili sono molto più modesti di quanto mercati ed analisti si attendono. Insomma, in nessuna serra si abbassa la temperatura quando i germogli sono appena spuntati e non ancora fioriti. Solo fra sei mesi si potrà fare un primo bilancio di questa accelerazione, in passato troppe volte annunciata e mai verificatasi. Ma proprio a settembre, verosimilmente, inizierà il ciclo di rialzo dei tassi americani che darà ulteriore supporto al dollaro.

Nel lungo e lunghissimo periodo va poi considerato che l'Europa, con demografia stagnante, invecchiamento rapido, welfare pesante e riforme

strutturali solo di facciata ricorrerà alla monetizzazione del debito via Qe in modo semipermanente o permanente (come il Giappone), mentre l’America tenderà a ricorrervi solo in caso di crisi. Non inganni il fatto che, fino ad oggi, l’Europa è stata restia a violare il tabù. Il Qe crea dipendenza, soprattutto nei più deboli.

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.