

**PUÓ BASTARE, GRAZIE**

14 maggio 2015

**Le banche centrali non spingono più le azioni e i bond**

La frase di Janet Yellen sulla borsa piuttosto alta è stata associata in molti commenti a quella, a suo tempo altrettanto inattesa, pronunciata da Greenspan il 5 dicembre 1996 sull'esuberanza irrazionale. Gli ottimisti, la maggioranza, hanno fatto subito notare che la dichiarazione di Greenspan provocò sul momento una decina di giorni di ribassi, cui però seguirono, anche

includendo la correzione dovuta alla crisi asiatica del 1997-98, tre anni complessivamente splendidi per l'azionario. In quei tre anni l'SP 500, che nei precedenti 16 aveva sestuplicato il suo valore, si portò da 744 a 1516 mentre il Nasdaq, come è noto, fece ancora meglio.

Per gli ottimisti, quindi, quello della Yellen è stato un semplice richiamo, un invito a rallentare. Comportatevi bene, sappiate che vi teniamo d'occhio, non fate stupidaggini. Fate i bravi, andate piano e potrete andare dove volete.

Può darsi che sia così, ma a noi sembra di vederci qualcosa di più. In primo luogo Greenspan, nel 1996, si esprime nel suo consueto stile tortuoso e indiretto facendosi semplicemente una domanda, quasi un pensiero ad alta voce (che in effetti gli venne in mente, come ebbe a dichiarare più tardi,



Asset inflation. Asta record di gioielli a Ginevra. 30 milioni per il Sunrise Ruby.

mentre era immerso nella vasca da bagno). Come faremo, disse, a sapere quando un'esuberanza irrazionale avrà spinto troppo in alto il valore degli asset?



The Historic Pink Diamond, battuto a Ginevra a 16 milioni.

Greenspan si fece dunque una domanda ma non si dette una risposta. La Yellen, per contro, è andata subito al punto con candida brutalità. Non solo la borsa è piuttosto alta, ha detto, ma i bond lunghi, quando inizieremo ad alzare i tassi, si faranno un bel salto all'ingiù.

Una seconda differenza è che Greenspan, nel 1996, si pose una domanda filosofica senza darvi seguito se non tre anni dopo, quando tornò sull'argomento per dire che comprare startup tecnologiche aveva senso se le si

intendeva come biglietti della lotteria con tanti perdenti e pochi vincenti. Greenspan, del resto, teorizzò sempre che le bolle sono riconoscibili solo quando sono scoppiate e che è inutile cercare di fermarle prima.

Dal 2009, tuttavia, domina l'idea che i mercati vadano non solo sorvegliati attentamente ma anche tenuti a guinzaglio corto. Tanto Greenspan era filosofico, quindi, tanto la Yellen è operativa.

Ai cani pastore, che notoriamente pensano in tedesco, si usa dire Fuss (piede) quando devono seguire passo passo i movimenti dell'uomo, Sitz quando devono mettersi a sedere con l'uomo fermo accanto a loro e Bleib (resta) quando l'uomo si allontana e loro devono restare fermi. Il Bleib è l'ordine più difficile da insegnare perché il cane, di suo, vorrebbe sempre seguire l'uomo.

Fino a ieri l'ordine che le banche centrali avevano impartito ai mercati era il Getz (vai). Prego, signori, comprate, luce verde e guadagni garantiti per tutti. Non siate timidi e non restate in cash. Essendo considerati il più efficace mezzo di trasmissione della politica monetaria, gli asset finanziari sono stati spinti verso il limite, quello del rendimento zero per i bond e quello della decenza per l'azionario. Ora, senza passare per il Fuss, si intima il Bleib. L'economia potrà anche, augurabilmente, migliorare ma il mercato non la potrà accompagnare e dovrà restare il più fermo possibile. Se non ci riuscirà, come è probabile, verrà periodicamente richiamato all'ordine con ordini più perentori.

Dietro questo cambiamento di atteggiamento c'è un fatto un po' difficile da accettare ma prima o poi inevitabile. Le banche centrali, in particolare la

Fed, non hanno più bisogno dei mercati, che rischiano anzi, da qui in avanti, di essere d'ostacolo al manovratore. Solo in Cina vige ancora il Getz.

Ma perché proprio adesso? L'economia americana continua a deludere, quella cinese si è quasi fermata, gli emergenti ristagnano. L'Europa va bene, ma con l'euro e il petrolio che recuperano e con i tassi che risalgono la riaccelerazione non sarà così forte. Perché, allora, parlare di rialzo dei tassi (e anche con una certa foga e convinzione) proprio in questo momento? Che fretta c'è, quando non c'è nemmeno inflazione?

Chi ragiona in questo modo dimentica un fatto fondamentale. I tassi non si alzano per frenare la crescita (nemmeno i falchi radicali odiano la crescita) ma per prevenire l'inflazione prossima ventura. I manuali (per quello che valgono ancora) insegnano che l'inflazione salariale parte veloce non appena si raggiunge la piena occupazione. L'America sarà in piena occupazione entro la fine dell'anno. Poco importa che ci sia tanta crescita o poca, l'inflazione parte lo stesso.

State attenti a quello che desiderate, si dice spesso in inglese. I mercati azionari hanno sempre festeggiato, in questi anni, i costanti progressi dell'America verso la piena occupazione. Salendo e creando fiducia hanno contribuito loro stessi a produrla. Ora che si avvicina, però, la piena occupazione diventa ambivalente. Da una parte significa maggiore domanda di consumi, ma dall'altra comporta la rapida normalizzazione dei tassi.



Asset inflation. Roy Lichtenstein. The Ring (Engagement). In asta a New York, 46 milioni.

Certo, questo giro, così ricco per i mercati, è stato miserello per l'economia reale. La produttività non cresce da quattro anni e questo significa che si sta per raggiungere il capolinea della piena occupazione senza avere portato a casa molta crescita. Con poca produttività e poco credito (anche se a costo basso) non si potevano del resto fare miracoli.

La normalizzazione dei tassi porta fortunatamente con sé anche alcuni elementi positivi. Chi aveva in animo di comprarsi una casa con il mutuo (o, se azienda, di fare un'acquisizione) se la poteva prendere comoda fino a quando i tassi sembravano destinati a rimanere a zero per sempre. Ora che si profila un rialzo la domanda di case e l'M&A accelereranno, con beneficio di molti settori azionari.

La piena occupazione, dal canto suo, stimola sempre gli investimenti in tecnologia e in software, portando quindi, nel tempo, a un aumento della

produttività. Il drone che consegna la posta diventa più interessante se il costo del lavoro umano continua a salire. La piena occupazione porta poi sempre a una crescita dell'immigrazione, legale o meno, che mitiga l'aumento delle retribuzioni.

L'Europa è ancora lontana dalla piena occupazione, anche se non lontanissima come farebbero pensare i dati ufficiali. La Bce stima il ritorno al pieno impiego per la fine del 2017 e questo ci garantisce tassi ufficiali a zero per altri due anni. La parte lunga della curva e le borse, tuttavia, sconteranno in anticipo il progredire del ciclo economico. Le borse compenseranno facilmente i tassi con gli utili in crescita, i bond se la dovranno cavare da soli.

Piena occupazione e normalizzazione dei tassi, di per sé, significano raramente fine del rialzo di borsa ma comportano sempre un intermezzo di turbolenza. Per minimizzare questa turbolenza la Yellen ne ha anticipata una parte ai nostri giorni. La borsa americana tiene perché il dollaro scende, quella europea scende perché l'euro recupera. La somma non è zero, è negativa.



Sigmar Polke. Dschungel. In asta a New York a 27 milioni.

Il dollaro sta cercando il livello sufficiente a fare ripartire l'economia americana senza per questo danneggiare la ripresa europea. Probabilmente non

siamo lontani da questo livello.

La correzione europea, resa più severa dall'apprezzamento dell'euro, rende i nostri mercati più interessanti. Petrolio e cambi sono su livelli di equilibrio. La distorsione più macroscopica, quella sui bond, si è in parte corretta.

Il cane, nel complesso, si sta comportando abbastanza bene.

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.