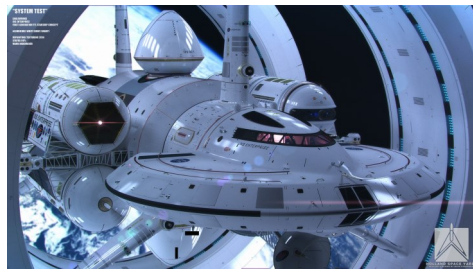


## CONTROORDINE

---

### Dalla velocità di curvatura allo spegnimento del reattore

---



*Concept Nasa di astronave a curvatura. 2012.*

Doveva essere fine giugno o luglio, perché faceva molto caldo. La sala però era freschissima e un brivido di eccitazione la attraversò quando David Zervos, strategist di Jefferies con una lunga esperienza all'ufficio studi della Fed, iniziò ad entrare nei dettagli dell'helicopter money. Il Quantitative easing aveva aperto la strada, ma ora

l'ingegneria finanziaria era pronta a cimentarsi in un salto di qualità dalle potenzialità inimmaginabili.

Sembrava di essere in un prequel di Star Trek in cui la nave spaziale progettata da Cochrane riesce per la prima volta, grazie a un campo di energia che sfrutta l'interazione tra materia e antimateria, a piegare lo spaziotempo e a portarsi a velocità di curvatura, superando di molti ordini di grandezza la velocità della luce. Cochrane, nel 2151, aveva aperto la strada all'esplorazione della galassia che avremmo visto due secoli dopo ad opera dell'Enterprise di Kirk e di Spock. E mentre Zervos parlava delle possibilità infinite che l'uso controllato di quella specie di reattore al diluio che è l'acquisto a titolo definitivo di debito pubblico irredimibile a tasso zero da parte delle banche centrali, ecco che si cominciava a sognare ad occhi aperti. Spendere di più e ricavarne non un aumento ma una riduzione del debito pubblico, davvero bravissimi questi ingegneri.

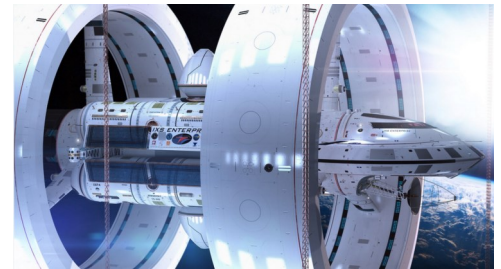
Salvo risvegliarci oggi al tepore del sole di ottobre e sentire dire che le banche centrali, lungi dal portarci in un altro quadrante della galassia attraverso magici buchi neri e navi spaziali arditissime, stanno addirittura pensando di alzare i tassi e di rottamare il Quantitative easing senza apparentemente sostituirlo con nulla. Che è come rottamare lo Shuttle o il Concorde e tornare ai nostri aeroplanini tradizionali. Rumore di cristalli in frantumi, fine del sogno.

Allora si va a vedere se per caso, da giugno a oggi, è cambiato qualcosa nell'economia globale e nei mercati, qualcosa che giustifichi il rialzo dei rendimenti sulla parte lunga della curva, il silenzio sull'helicopter money

dopo il chiasso estivo e questo atteggiamento freddo e distaccato da parte delle banche centrali, ancora di recente così amorevoli.

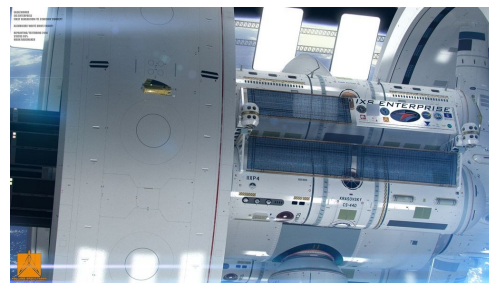
È forse esplosa la crescita? Sta forse risalendo l'inflazione? Qui la risposta ha da essere sfumata. In America, dopo tre trimestri di crescita deludente si vede finalmente una certa accelerazione. Niente di emozionante, tuttavia, dal momento che l'indicatore istantaneo di velocità della Fed di Atlanta, che un mese fa era arrivato quasi al 4 per cento, è già ridisceso al 2. L'inflazione, dal canto suo, è più alta rispetto a un anno fa, ma sembra essersi stabilizzata. Quanto all'Europa, la crescita è stabile, l'effetto Brexit non si è ancora visto (ma arriverà) e l'inflazione è in lentissima, quasi impercettibile, risalita.

Certo, la stabilità che il mondo sta mostrando (inclusa, importantissima, quella cinese) è di per sé un fattore positivo che, al margine, può indurre le banche centrali a diventare meno accomodanti. È però insufficiente a spiegare un così radicale cambiamento di retorica.



*Ancora un'immagine del prototipo Nasa del 2012.*

Avanziamo allora due ipotesi. La prima è che, silenziosamente, le banche centrali stanno preparando il terreno proprio a quell'helicopter money di cui non si parla più. La monetizzazione del debito non è esattamente un  $Qe$  al quadrato, è una cosa diversa. Il  $Qe$  porta a una compressione dei rendimenti nominali e reali mentre la monetizzazione può portare da una parte a una compressione ulteriore dei rendimenti reali ma, dall'altra, si porta dietro un aumento dei rendimenti nominali. L'aumento della spesa finanziato dalla banca centrale, in altre parole, crea inflazione. Questa inflazione porta a un aumento dei tassi nominali che può anche essere inferiore a quello dell'inflazione, ma che è comunque un aumento. Da qui la normalizzazione della parte lunga delle curve in America, in Europa e in Giappone.



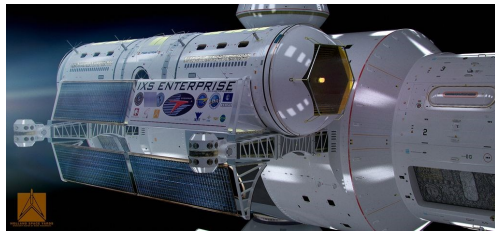
*Ad Alpha Centauri in due settimane. Concept Nasa.*

Già, ci si può chiedere, ma che certezza hanno le banche centrali che la spesa pubblica aumenterà? Ci sono elezioni in America e ci saranno presto in Francia e Germania. Bene che vada i pacchetti fiscali espansivi saranno pronti nella tarda primavera. Che fretta c'è di fare risalire i rendimenti della parte lunga? È vero che sia Clinton sia Trump saranno fiscalmente espansivi e che il Giappone, secondo Ben Bernanke, è già sotto helicopter money, ma non è comunque un po' presto?

E qui entra in gioco la seconda ipotesi. I rendimenti sotto zero, soprattutto sulle scadenze lunghe, cominciano ad avere più effetti negativi che positivi. Già abbiamo le imprese che investono poco, ma ora rischiamo seriamente che anche gli investitori individuali, vedendo sparire il flusso di cedole sulle loro

obbligazioni, si mettano a risparmiare di più deprimendo la crescita. I tassi negativi sono poi particolarmente tossici per le banche e ne riducono la già bassa propensione a erogare credito. Senza credito la crescita rimane debole ed ecco allora che i tassi negativi, progettati come stimolo, diventano in realtà controproducenti.

Detto questo, è molto improbabile che la Bce si spinga davvero ad avviare già in febbraio la riduzione graduale del Qe. Sembra invece più logico un prolungamento di sei mesi seguito poi, eventualmente, dal tapering. Il Qe europeo, in ogni caso, non sarà eterno, soprattutto in queste dimensioni. Solo quello giapponese, verosimilmente, sarà permanente.



*Cento volte più veloce della luce.*

Gli acquisti attuali di titoli da parte di Bce e Banca del Giappone sono oggi uguali come quantità ma incidono in modo molto diverso sul mercato. In Giappone la BoJ non fa altro che finanziare il deficit pubblico che man mano si viene a creare. In Europa la Bce va molto più in là e oltre a finanziare il deficit compra debito preesistente. Il Giappone è quindi in una situazione di stato stabile, mentre l'Europa, se prolunga all'infinito il Qe in queste dimensioni, rischia addirittura l'estinzione completa del suo debito.

Tassi negativi e Qe diventeranno in futuro strumenti ordinari di pronto soccorso in caso di recessione. Nei tempi normali si dovrà fare invece maggiore ricorso alle politiche fiscali coordinate con quelle monetarie. L'era della sola politica monetaria come alfa e omega della politica economica si avvia alla conclusione.

Operativamente ribadiamo quanto scritto nelle scorse settimane, fino all'8 novembre mercati stabili. C'è ancora un mese per accumulare cash.

Alessandro Fugnoli  
+39 02 777 181



**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 ([kairos@imagebuilding.it](mailto:kairos@imagebuilding.it)). 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.