

VECCHI, DEBOLI E MALATI

Perché i mercati dovrebbero ringraziarli



Minidollaro

Se la crescita dell'economia globale sta vivendo un buon momento e se gli asset finanziari, con poche eccezioni, continuano a girare vicino ai massimi storici e a segnare quasi tutti i giorni di nuovi è anche grazie alle energiche cure stimolanti che si stanno somministrando ai vecchi, ai deboli, ai malati e agli indebitati del mondo.

Il Grande Vecchio dell'economia globale è il ciclo degli Stati Uniti. Otto anni sono un'età veneranda per un ciclo ininterrotto di crescita e di solito si portano dietro malattie tipiche della vecchiaia come inflazione, bolle degli asset finanziari e reali, rialzi dei tassi e curve dei rendimenti invertite che preannunciano l'inevitabile recessione che verrà.

Questa volta, però, l'unico segno evidente di vecchiaia dell'economia americana è l'elevato livello degli asset finanziari. Di inflazione degna di nota se ne vede ancora poca (se ne vedrà di più a partire da settembre, ma non molta). Un altro segno incoraggiante è l'assenza di nuovo indebitamento da parte dei consumatori, che sono tornati a risparmiare e non conducono più una vita al di sopra delle loro possibilità. Si parla molto dei debiti contratti in questi anni per cambiare l'automobile, in qualche caso non ripagati, ma non c'è paragone con i debiti contratti nel ciclo precedente per comprare la casa.

Si parla anche molto della discesa delle vendite di auto e del picco nelle vendite di case, due componenti essenziali di ogni ciclo economico. È vero, per le auto i momenti d'oro, quelli in cui si doveva soddisfare la domanda arretrata accumulata negli anni di crisi, sono alle spalle, ma ora il mercato è in equilibrio e si sposta progressivamente, grazie al basso prezzo del carburante, verso modelli che lasciano ai costruttori margini più alti. Quanto alle case, il picco delle costruzioni è ancora tutto da dimostrare, mentre il mercato si mantiene ordinato e privo di qualsiasi eccesso.

Un altro segno di vecchiaia di un ciclo sono di solito le banche che si mettono a prestare soldi in quantità crescente e con prudenza decrescente. E

in effetti si nota in America, da qualche mese, una ripresa del credito, ma si parte da livelli bassi e da bilanci delle banche sanissimi, per cui al momento non c'è nulla di preoccupante da segnalare.



Dollaro svalutato.

Se la crescita americana è incolore non è per senilità del ciclo ma per fattori strutturali come il basso incremento della produttività e per il rallentamento della crescita della popolazione. L'amministrazione Trump ha cercato di combattere questa sclerosi in una prima fase con politiche dell'offerta, in particolare deregulation e riforma fiscale, ma sta producendo risultati solo sulla deregulation bancaria e ambientale. Per recuperare crescita ora sta puntando su una correzione del dollaro e sul mantenimento di una politica monetaria accomodante.

Facendo circolare l'ipotesi di una riconferma della Yellen alla guida della Fed, Trump ne ha ammorbidito le posizioni. Non è solo per una legittima ambizione personale che la Yellen si è fatta più cauta sui tassi, ma anche per preservare l'autonomia strategica della Fed. L'alternativa alla Yellen è infatti Cohn che, al di là dei meriti personali, sarebbe comunque visto come uomo di Trump, estraneo alla cultura e alla storia della Fed.

La scelta espansiva dell'America su dollaro e tassi ha conseguenze reflazionistiche per tutto il mondo. Europa, Giappone ed emergenti devono compensare la loro rivalutazione rispetto al dollaro con politiche monetarie più espansive di quelle che avrebbero adottato con un dollaro stabile. Ecco quindi il Giappone riprendere in grande stile il Quantitative easing e l'Europa orientata a ritardare e rallentare al massimo la riduzione del suo Qe. La svalutazione del dollaro fa ovviamente qualche danno agli esportatori europei, ma a livello globale, per gli asset finanziari e per la crescita, non è a somma zero ma a somma positiva.

Un altro Grande Vecchio in giro per il mondo che cerca di risollevarsi per via monetaria è il Giappone. Abe è in crisi di consenso, l'Abenomics ha fallito l'obiettivo di riportare l'inflazione al due per cento. La prima freccia dell'Abenomics, quella monetaria, ha però ripreso a lavorare a pieno ritmo. Il Qe giapponese è ormai permanente.



Il momento dell'euro.

L'Europa, dal canto suo, ha da preoccuparsi della Grande Malata, l'Italia, che è ora in convalescenza ciclica ma resta un punto di domanda politico e l'anello debole nel caso di una nuova recessione globale. L'Italia può assorbire una non eccessiva rivalutazione dell'euro perché parte da un surplus delle partite correnti del 2 per cento, ma farebbe più fatica ad assorbire un



Le nuove banconote da zero euro.

rialzo dei tassi di policy, che la costringerebbero a una politica fiscale restrittiva per compensare il maggiore costo del debito, una soluzione rischiosa.

La debolezza italiana induce quindi la Bce a cedere sull'euro, permettendone la rivalutazione, ma a cedere il meno possibile sul Qe e sui tassi sotto zero.

Ricapitolando, l'effetto netto delle politiche monetarie a livello globale è ancora espansivo. A calmare l'esuberanza dei mercati finanziari provvederanno in America (a partire da settembre) le vendite quotidiane di titoli da parte della Fed e nel resto del mondo la rivalutazione contro dollaro.

Le borse europee, in particolare quelle più esposte a ciclici esportatori come quella tedesca, sono state le vittime collaterali di questa azione di reflazione e di ribilanciamento. Avranno modo di rimettersi in carreggiata e di recuperare quando la discesa del dollaro inizierà a rallentare. Il danno prodotto dal recupero dell'euro sui margini degli esportatori europei è irreversibile, ma i multipli potranno almeno in parte bilanciarlo nel momento in cui si capirà che questa azione di ribilanciamento rende il mondo più solido e allunga la vita del ciclo di crescita globale.

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). 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.