

DEMOGRAFIA

Nemica o amica degli asset finanziari?



La spiaggia di Qingdao. Cina.

grido di dolore, profetizzando sventure. Gli ottimisti si ritirano dietro le quinte ad aspettare tempi migliori.

Essendo a tutti noto che questa è stagione di penitenza, ogni volta che i mercati scendono i potenziali compratori temono che la discesa sia l'inizio di una correzione e che la correzione sia l'inizio di un bear market e per questo centellinano gli ordini di acquisto o li ripongono nel cassetto. È così che la profezia di ribasso si autoavvera. Il contrario avviene tra novembre e dicembre.

Questo agosto ha finora rispettato la tradizione che lo vuole mese negativo, ma il danno, modesto, è al momento limitato ad America e Giappone. Gli altri mercati, Europa, Cina e paesi emergenti, sono in positivo. Tranquilli e positivi sono anche i bond.

Questi risultati sono tanto più notevoli se si pensa che per alcuni giorni è sembrata concreta la possibilità di un missile nucleare nordcoreano lanciato in acque territoriali americane.

La resilienza dei mercati a eventi geopolitici di questa magnitudine è la conferma che la variabile dominante, agli occhi degli investitori, non è politica ma monetaria. Finché la politica monetaria viene percepita come favorevole, o comunque non ostile, il resto non conta.

Per questo in queste ore c'è grande attesa per il tradizionale seminario annuale che la Fed di Kansas City organizza tra le montagne di Jackson

Hole. È un incontro dove i banchieri centrali di tutto il mondo discutono di strategia a medio e lungo termine. In passato è stato scelto per lanciare o testare progetti di ampio respiro come il Quantitative easing, i tassi negativi o l'Exit strategy e questa volta potrebbe gettare luce su questioni di policy importanti come la riduzione del bilancio della Fed (Quantitative tightening) o il tapering da parte della Bce.



Nuotatori cinesi.

La nostra impressione è che queste attese rimarranno in larga parte deluse. I due programmi, Qt e tapering, sono già stati decisi e quello che rimane da sapere è solo la data di partenza del primo (dicembre 2017 o inizio 2018) e la data di conclusione del secondo (settembre o dicembre 2018). La scelta avrà la sua importanza per i trader e per l'andamento dei mercati nelle prossime settimane, ma sarà irrilevante sul piano strategico.

Al di là di questo (e di una modesta ulteriore correzione del dollaro nei prossimi mesi) i banchieri centrali non sono in grado di sbilanciarsi perché sono a un punto morto. Che al nono anno di crescita l'inflazione abbia preso a scendere, invece che a salire, sconvolge infatti alla radice tutti i modelli sui quali sono abituati a ragionare. Che questo accada dopo che il Quantitative easing di questi anni abbia aumentato la base monetaria globale di quasi 15 trilioni (con le banche centrali che ormai detengono il 20 per cento del debito pubblico) è ancora più sconvolgente.

Ai banchieri centrali comincia a essere chiaro che a determinare l'inflazione, i tassi reali e, di conseguenza, il livello degli asset finanziari, ci deve essere qualcosa di ancora più profondo e strutturale dell'output gap (che a questo punto nessuno sa bene che cosa sia e, se davvero esiste in natura, come vada misurato) e della politica monetaria che da questo prende le mosse.



Sulle rive del lago Victoria. Uganda.

Fino ad oggi ha prevalso l'idea che tecnologia e demografia siano le forze che hanno tenuto bassi inflazione e tassi reali e spinto quindi al rialzo borse e bond. La tecnologia paralizza la curva di Phillips perché toglie competitività al lavoro umano e ne abbassa il valore di mercato. La demografia, dal canto suo, con l'invecchiamento della popolazione e il conseguente vacillare dello stato assistenziale,

induce a risparmiare di più per la vecchiaia. L'eccesso di risparmio rispetto alla domanda di finanziamento per investimenti produttivi causa una discesa strutturale del tasso d'interesse reale. Inflazione salariale quasi inesistente e tassi reali negativi, a loro volta, spingono al rialzo gli asset finanziari.



Uno studio dell'ottobre scorso di Etienne Gagnon, influente capo della sezione studi monetari della Fed, spinge lo sguardo fino al 2080 e arriva alla conclusione che la demografia, per quanto riguarda gli Stati Uniti, continuerà a deprimere la crescita economica e, ancora di più, il livello dei tassi reali.

Attenzione, però, perché una tesi in completo contrasto con quella di Gagnon è stata espressa da Charles Goodhart (ex Bank of England, oggi Lse) in uno stimolante e provocatorio studio pubblicato nei giorni scorsi dalla Banca dei Regolamenti Internazionali.

È sbagliato, dice Goodhart, ragionare di mercato del lavoro su base nazionale quando in realtà è globale. È in questo mondo globalizzato che il lavoro negli ultimi 30 anni è stato straordinariamente abbondante per l'elevata crescita demografica, per i baby-boomers tutti in età da lavoro e per l'arrivo sul mercato di quasi un miliardo di cinesi e russi.



Treno indiano.

Questa abbondanza si trasformerà in scarsità nei prossimi decenni, quando i baby boomers andranno in pensione e quando le uniche aree che godranno di una crescita della loro forza lavoro saranno l'India e l'Africa (dotate comunque di un capitale umano non paragonabile, per qualità, a quello cinese dei tre ultimi decenni). Per queste ragioni l'inflazione salariale riprenderà proprio mentre il risparmio disponibile per gli investimenti produttivi calerà, determinando un aumento dei tassi reali, che a sua volta porterà a uno sgonfiamento degli asset finanziari.

Il dibattito è appena partito ed è presto per dire chi può avere ragione. Quello che ci preme dire è che, per quanto possa apparire solido, è incauto impostare ogni strategia sul solo terreno della politica monetaria perché sotto di questa si muovono zolle tettoniche ancora più potenti che ancora non è chiaro in che direzione ci porteranno.

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.

