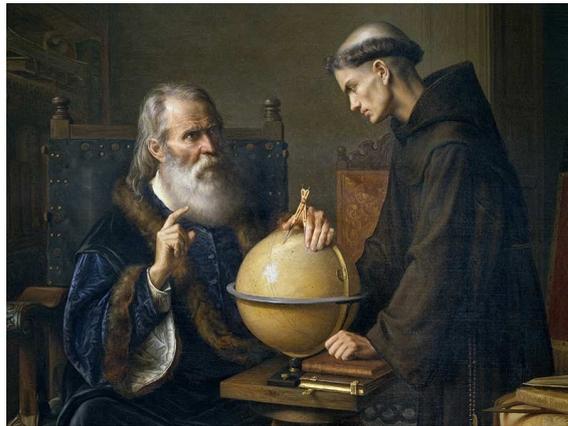


## LA FINE DEL PENSIERO UNICO

Si vivacizza il dibattito su economia e mercati



*Allegoria del dibattito tra Ragione e Fede.*

Fra qualche decennio gli storici decideranno se il Quantitative easing è stato davvero utile e necessario per stabilizzare il mondo dopo la grande recessione del 2008. Quello che possiamo dire fin da oggi sul Qe è che ha progressivamente rinsecchito il dibattito intellettuale e lo ha ridotto a una forma di pensiero unico, talvolta stucchevole.

Usciti di scena, tra il 2010 e il 2012, i bond vigilantes che sostenevano che il Qe avrebbe portato, meccanicamente e immediatamente, all'iperinflazione, non solo è diventato universale il consenso verso il Qe, ma tutto il dibattito ha preso a ruotare intorno ai tempi, i modi e le quantità del Qe e nient'altro. Tutte le variabili tradizionali, crescita, inflazione, produttività, occupazione, risparmio, conti pubblici, utili hanno smesso di essere analizzate in sé e sono diventate semplici dati in input per stabilire quanto Qe ci sarebbe stato. Più Qe uguale più spazio per bond e azioni per fare festa, meno Qe meno spazio. Di nient'altro, a ben vedere, si è discusso in questi anni.

Il paradosso è che non siamo nemmeno così sicuri che il Qe abbia funzionato nell'economia reale così come ci siamo raccontati per tutto questo tempo. Il Qe ha fatto esplodere la base monetaria (il denaro creato dalle banche centrali), ma non si è tradotto in un aumento significativo dell'offerta di moneta (il denaro creato dalle banche ordinarie). Il Qe ha certamente contribuito ad abbassare i tassi, ma i tassi sono solo uno dei fattori che spingono le imprese a investire e le famiglie a spendere. Oltre ai tassi ci sono gli spiriti animali (che dipendono dal clima generale, probusiness o antibusiness), la fiscalità e, come nota da anni Richard Koo, la necessità per i privati, dopo crisi rilevanti come il 2008, di ripagare i loro debiti prima di contrarne di nuovi per investire. Si può andare da un privato e proporgli un prestito a tasso zero o negativo, ma se la sua priorità è ridurre

l'indebitamento il privato, invece di investire, cercherà di continuare risparmiare il più possibile.

Ora però è come se la cappa intellettuale del Qe si stesse sollevando. Il Qe è allo zenith. L'aumento della base monetaria globale da inizio 2018 è un'illusione ottica dovuta al fatto che è misurata in dollari e il dollaro, deprezzandosi, la fa apparire più alta. In realtà in questo 2018 il mondo si dovrà abituare non solo alla cessazione del Qe, ma al graduale ma sempre più veloce declino della base monetaria. E questo porta a due conseguenze.

La prima ricorda quello che avviene nello spazio. Per mezzo secolo, dallo Sputnik in avanti, abbiamo mandato di tutto lassù e tutto è stato affascinante ed eccitante. Ora, per molti anni, dovremo ripulire il cielo dai satelliti morti e dai detriti di quelli esplosi, un lavoro costoso e per nulla emozionante. Del Qe abbiamo vissuto finora la parte divertente, ora ci tocca il suo smantellamento, qualcosa di cui oltretutto non abbiamo esperienza nella storia.



*Disputatio tra studiosi cristiani ed ebrei. 1483.*

La seconda conseguenza è che il venir meno del Qe riporta in evidenza tutti i temi del dibattito economico e di mercato che erano finora stati sussunti in quello sul Qe. Improvvisamente il pensiero unico del Qe si spalanca in una babele di voci in cui è già ridiventato possibile sentire tutto e il contrario di tutto. La difficoltà nell'orientarsi è notevole, anche perché il livello del dibattito è generalmente buono e le tesi proposte sono bene argomentate.

Ci sono innanzitutto i Diciassettisti, i nostalgici del 2017 che sostengono che niente è cambiato se non quei pochissimi decimali di inflazione in più che sono esattamente quello che per anni si è dichiarato da tutte le parti di volere. Tra loro ci sono i mentalmente pigri (come alcuni strategist di grandi case abituati a prevedere rialzi azionari a tasso fisso del dieci per cento in qualunque circostanza), ma ci sono anche menti brillanti come David Zervos di Jefferies, ex ufficio studi Fed. Trump, dice Zervos, vuole crescita e borsa forti, dollaro debole e tassi che salgano senza danneggiare crescita e borsa. Se ha scelto Powell è perché questi gli ha garantito di andare piano con i rialzi dei tassi e di non andare oltre i quattro in tutto già programmati dalla Fed per quest'anno e il prossimo. Rilassiamoci, dunque, nella sostanza andrà tutto bene.

Al lato opposto ci sono invece i Mondonuovisti, teorici della cesura radicale tra il 2018 e gli anni precedenti. Una volta raggiunto e sfondato il livello di pieno impiego che fa salire le retribuzioni, ci spiegano, l'inflazione salariale parte in modo non lineare, ma esponenziale. A questo dobbiamo aggiungere il fatto che sui tassi di mercato peserà un'offerta netta di titoli raddoppiata

rispetto al 2017 (per effetto del crescente disavanzo americano da finanziare e del mancato rinnovo dei titoli in scadenza del Qe da parte della Fed). Senza d'altra parte dimenticare (dicono Goldman Sachs e JP Morgan) che la Fed, tra quest'anno e il prossimo, alzerà di suo i tassi di policy non quattro volte ma otto, una bella differenza con quell'unico rialzo che il mercato ancora scontava poche settimane fa.

Ci sono poi i Mondonuovisti Radicali, che si spingono nell'apocalittica. Tra questi Ray Dalio, il grande gestore attualmente al ribasso sull'Europa, afferma che c'è un 70 per cento di probabilità di recessione in America entro il 2020. Dal canto suo il keynesiano radicale Koo sostiene che bisogna smontare il Qe in fretta e furia, perché se tutte le riserve in eccesso delle banche create in questi anni di Qe dovessero trasformarsi davvero in prestiti alle imprese (come era nelle intenzioni dei promotori del Qe), avremmo a questo punto una fiammata inflazionistica e una conseguente stretta monetaria che farebbe scempio di bond e azioni.

E accanto ai Mondonuovisti Radicali, che si muovono sui tempi lunghi della storia, abbiamo anche i Pessimisti Tattici, che si confinano nei tempi ravvicinati del trading. Per Andrew Sheets di Morgan Stanley il 10 per cento di ribasso d'inizio febbraio è solo un aperitivo. Il pasto completo verrà servito nel corso del secondo trimestre, quando ci accorgeremo che l'economia americana, lungi dall'accelerare, darà in realtà segni di rallentamento. E qui, aggiungiamo noi, si va a toccare un nervo esposto anche in Europa. Quando



*Il dibattito tra Chiesa d'oriente e d'occidente prima dello scisma. 1054.*

il mercato inizia a scontare scenari da sogno, anche modeste delusioni come quelle che stiamo vedendo in Europa negli indicatori di fiducia delle imprese possono sembrare gran cosa. Sul posizionamento del mercato, ancora troppo lungo e compiacente, punta invece il dito Chris Potts, convinto dell'inevitabilità di nuove correzioni in questo primo semestre.

Vivaci divergenze anche sul disavanzo pubblico americano (non così grave per l'autorevole Gavyn Davies, pronto invece a balzare a un fantastico 15 per cento del Pil alla prossima recessione per Albert Edwards) e sul dollaro destinato a rafforzarsi per Bank of America e a indebolirsi per il mercato, che è ancora molto lungo di euro e yen, e per le altre grandi case, che non hanno cambiato le loro previsioni di inizio anno.

Per non parlare dell'inflazione, su cui il dibattito è più acceso che mai. Qui, invece di riportarne i termini, preferiamo riferire della relazione che lo staff della Fed (i PhD dell'ufficio studi) ha fatto agli avvocati, imprenditori e politici del board, persone equilibrate e degnissime di stima ma, dopo le

recenti nomine, non tutte particolarmente ferrate in econometria e modelli. Secondo i nostri calcoli, ha detto lo staff, l'inflazione non dovrebbe superare il 2 per cento nel corso di quest'anno. Il problema è che il modello che usiamo per i nostri calcoli è vecchio e funziona sempre peggio. L'altro problema è che non si trovano in giro modelli migliori del nostro.

Da qui traiamo alcune indicazioni. Il dibattito intellettuale e le ardite speculazioni che stanno riprendendo a circolare sono infinitamente più stimolanti e affascinanti delle discussioni ossessive sul tapering della Bce cui ci eravamo ridotti, ma se vogliamo rimanere con i



*Il dibattito tra Lutero e i principi alla Dieta di Worms.*

piedi per terra i dati che abbiamo sul serio a disposizione per prevedere il futuro sono fragili e tutti da verificare. In più è la prima volta che si smantella un Qe ed è la prima volta che si vara una manovra fiscale iperstimolante come quella americana in condizioni di pieno impiego e ciclo maturo.

In altre parole navighiamo a vista in un anno, il 2018, che è più appropriato definire di transizione che di cambiamento radicale. Stiamo passando dal mondo iperprotetto del Qe al mondo duro che si profila dal 2019 in avanti, ma né l'inflazione né le curve dei tassi cambieranno quest'anno così tanto da mettere seriamente a rischio i nostri portafogli. Dopotutto c'è sempre un cuscino costituito dall'incremento degli utili del 20 per cento in America e tra il 10 e il 15 nel resto del mondo, un cuscino che dovrebbe attenuare eventuali cadute e l'inevitabile compressione dei multipli.



*Uno dei celebri dibattiti tra Lincoln e Douglas. 1858.*

Jeremy Siegel, un accademico che si è sempre sporcato le mani con i mercati ed è stato correttamente iperottimista durante tutto il grande rialzo, già da novembre ha cominciato a dire che il 2018 si concluderà con un rialzo compreso tra lo zero e il dieci per cento. Ci sembra una previsione ragionevole, ma ci tocca aggiungere che anche il 1987, un anno di grande

crescita economica e fresco di una riforma fiscale espansiva, si concluse con un rialzo. L'indice iniziò l'anno a 217 e lo concluse a 247, ma ebbe nel frattempo modo di salire fino a 337 per poi crollare in due giorni a 223 (e sotto 200 intraday).

Spiace dirlo, ma la condizione per evitare un crash di così vaste proporzioni dopo otto anni di rialzi è quella di avere non una sola correzione come quella recente, ma una serie, augurabilmente intervallata da recuperi. Il fatto che si sia ripreso a vendere volatilità dopo le perdite sanguinose delle scorse settimane mostra che c'è ancora da fare per riportare alla ragione i Diciassettisti più accesi. Solo dopo avere purgato il mercato dai suoi eccessi (che non si limitano ai trapezisti senza rete della volatilità ma coinvolgono più o meno tutti i portafogli, comunque sovrappesati di rischio obbligazionario o azionario) e solo dopo avere verificato con mano che l'inflazione sarà rimasta davvero su livelli ragionevoli il mercato potrà eventualmente avventurarsi su nuovi massimi. Sapendo che comunque, in dicembre, le elezioni americane potrebbero di nuovo cambiare il quadro di fondo.

Per questo, per questo primo semestre, sarà meglio vendere di più sui rialzi di quello che si compra sui ribassi. È vero, è quello che tutti cercheranno di fare, ma per andare controcorrente sarà meglio aspettare ancora qualche mese.

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.