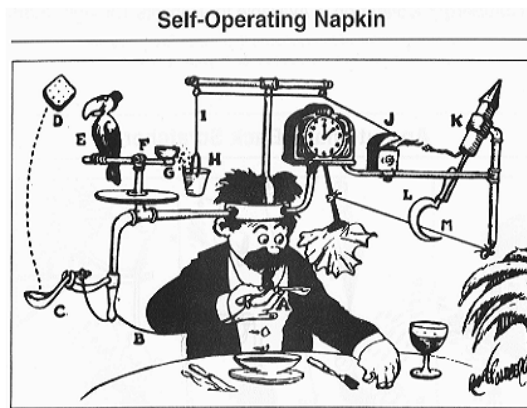


LA MACCHINA DI GOLDBERG

Dal monetario al fiscale, meglio le azioni dei bond



Il tovagliolo auto-operante di Goldberg. 1931

Il volatile o da un cane che corre su un nastro, arrivano finalmente a svolgere con grande fatica compiti ridicolmente semplici come accendere la luce o soffiare il naso dell'utilizzatore finale.

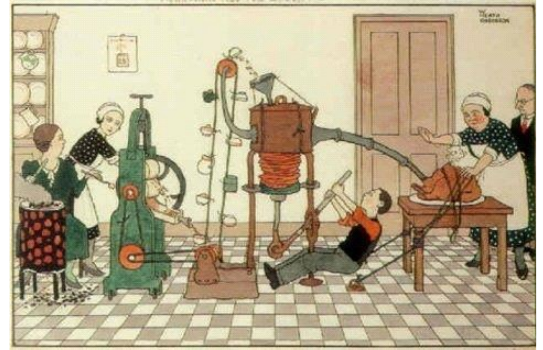
Si tratta di piccoli capolavori di ingegneria ludica che sembrano discendere direttamente dalle macchine di scena del teatro barocco e dagli automi che dilettaavano le annoiate corti europee del Settecento. Il loro ideatore, Rueben Goldberg (1883-1970), prima ancora che disegnatore appassionato di fumetti e di cartoni animati era del resto ingegnere e inventore. E in suo onore si cimentano ancora oggi ogni anno i politecnici di tutto il mondo in concorsi per progetti follemente complicati per schiacciare una noce o portare il bicchiere alla bocca senza usare le mani.

Alzare l'inflazione e la domanda senza usare (e sporcare) le mani è stato il compito di quella gigantesca macchina di Goldberg che abbiamo chiamato Quantitative easing. Comprando titoli sul mercato secondario (sul primario ci si sporcherebbero le mani) la banca centrale sostiene il prezzo di questi titoli (ne abbassa cioè il rendimento) e crea liquidità nelle banche che li vendono, dando alle banche la possibilità di creare a loro volta denaro bancario. I tassi più bassi dovrebbero stimolare la domanda di questo denaro da parte delle imprese che vogliono riprendere a investire. Se poi le imprese non hanno comunque voglia di investire, i tassi bassi sono utili per un'altra via, perché gonfiano il prezzo delle azioni e dei bond, facendo salire la ricchezza di quelli che li possiedono. Costoro, si spera, saranno indotti a

consumare almeno una parte delle loro plusvalenze, spostando finalmente i soldi dal circuito finanziario a quello economico.

Che fatica.

Certo, con il Qe nessuno va all'inferno, perché formalmente non si stampa moneta per finanziare il Tesoro e anche perché i titoli non sono acquistati dalla banca centrale a titolo definitivo (e quindi in pratica cancellati) ma potranno un giorno essere rivenduti (cosa che sta già avvenendo negli Stati Uniti ma che non avverrà mai in Giappone e in Europa).



W.H. Robinson. *Macchina per mettere il ripieno nel tacchino.*

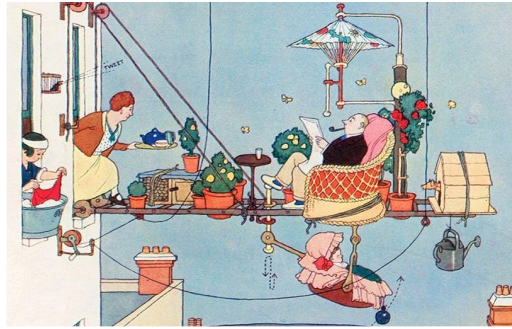
Lo svantaggio del Qe, come di tutte le macchine di Goldberg, è l'inefficienza. È come un acquedotto che cattura alla fonte 100 litri, ne perde 90 per strada e ne consegna ai destinatari solo 10. O magari ne consegna in certi casi anche 90, ma a rilascio lento, con solo un filo d'acqua che esce dal rubinetto. Il denaro che le banche potrebbero creare non viene richiesto, chi ha plusvalenze su azioni e bond non le spende e così via, da un intoppo all'altro. Ma non basta, perché i tassi artificialmente bassi provocano alla lunga un assopimento progressivo del sistema, con perdita di produttività e allocazione subottimale del capitale.

In questi casi capita sempre qualcuno che ha l'intuizione. Che succederebbe se, invece di costruire una grande macchina di Goldberg che ci pulisce la bocca con un tovagliolo ogni due minuti, usassimo le mani e facessimo tutto da soli? Non faremmo prima? Non sarebbe tutto più semplice?

E non sarebbe più divertente? È come nella farmaceutica. Ogni volta che l'industria lancia un analgesico a rilascio lento, arriva qualcuno che frantuma la pastiglia e la rende solubile e iniettabile in vena con effetto immediato e quindi moltiplicato. Ora sembra sia possibile farlo anche con il vino.

La via endovenosa al rilancio di inflazione e domanda è quella fiscale. La vera uscita reflazionistica dalla Grande Depressione fu la seconda guerra mondiale con le enormi spese che generò. E l'inflazione degli anni Settanta ebbe il petrolio come fiammifero, ma il lago sottostante di combustibile fu creato con le spese per la guerra del Vietnam e per la Great Society di Johnson nei tardi anni Sessanta.

La novità, questa volta, sarà quella di accompagnare la reflazione fiscale con una politica monetaria moderatamente restrittiva. È quello che vediamo sotto i nostri occhi negli Stati Uniti. E, come nota Kevin Muir, quello che fanno gli Stati Uniti per primi, e che all'inizio sembra pericolosamente eterodosso, finiscono per farlo tutti quanti nel giro di qualche anno.



W.H. Robinson. *Soluzione per appartamenti senza balcone.*

per questa, via, una riduzione delle diseguaglianze. Alla fine, ma solo alla fine, potremmo vedere stagflazione. Prima della stagflazione bisognerà però avere esaurito tutte le risorse inutilizzate e avere saccheggiato l'ampia quota di popolazione che oggi non è nel mercato del lavoro ma che potrebbe un giorno entrarci, un processo che richiederà parecchi anni e che potrà essere ulteriormente allungato se la tecnologia farà crescere la produttività più di quanto non abbia fatto in questi ultimi tempi.

Il rialzo dei tassi farà ovviamente male ai bond, ma farà molto meno male se sarà lento, come probabilmente sarà. Farà male anche all'azionario, naturalmente, perché comprimerà i multipli. L'equity potrà però compensare almeno in parte questo effetto negativo con una maggiore crescita (più del fatturato che degli utili). Perfino nelle condizioni estremamente avverse degli anni Settanta, l'azionario riuscì alla fine a mantenersi a galla e a chiudere il decennio invariato in termini reali.

Italia, Francia e Spagna stanno correggendo al rialzo i disavanzi previsti per l'anno prossimo. La Cina si muoverà nella stessa direzione fiscale pur con una politica monetaria espansiva. A predicare i tassi bassi e l'austerità fiscale è rimasta la Germania.

Attenzione, però, due avvertenze importanti. La prima è che tra fine 2019 e primo semestre 2020 l'effetto shock della riforma fiscale americana verrà meno e si trasformerà temporaneamente in un down. Potremo allora vedere, per qualche mese, il contrario di quello che abbiamo appena detto. I bond, cioè, andranno meglio dell'azionario.

La seconda avvertenza è che, nel caso di vittoria della Warren (o di un altro democratico radicale) alle presidenziali del 2020, lo scenario di stagflazione si avvicinerà bruscamente (più tasse, reregulation ecc.).



Rueben Goldberg nel 1916.

Se però Trump riuscirà a farsi rieleggere o se prevarrà un democratico centrista alla Bloomberg, il processo di reflazione proseguirà per tutta la prima metà del decennio e porterà i tassi a livelli più alti di quelli che vediamo oggi.

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.