

Le interviste di Walter Riolfi

Fugnoli (Kairos): nelle Borse effetto Goldilocks dopo il dietrofront della Fed

non ama che si parli di lui: contano solo le mie analisi, dice con il tono di chi vuole schivare ogni riferimento al personaggio. Ma Alessandro Fugnoli, strategist di Kairos (società del gruppo Julius Bear con oltre 10 miliardi di asset in gestione), personaggio lo è davvero e i suoi commenti settimanali sui mercati finanziari, nella felice rubrica "Il Rosso e il Nero", sono un'avidità lettura per tutti quelli che a vario livello lavorano nel campo della finanza. E per i giornalisti, i quali, si sa, sono sempre alla ricerca di uno spunto originale per farcire articoli che rifletterebero altrimenti la noiosa aridità dei mercati finanziari. Ma Fugnoli, filosofo di formazione, accomodatosi al più prosaico mondo delle borse e dei bond, questa realtà la osserva con gli occhi di uno psicologo o, meglio, di un antropologo che la analizza con toni distaccati e spesso ironici. Con l'occhio con cui Stendhal descrive, appunto, il mondo de "Il Rosso e il Nero".

Come è cambiato l'umore dei mercati in così poco tempo. Cos'è successo?

La Fed s'è autoaddomesticata e nel giro di qualche mese è passata da una politica restrittiva, quella che per cui il tasso neutrale era ancora lungi dall'essere raggiunto, ad una accomodante, nella quale non si vedono più rialzi dei tassi e pure il quantitative tightening ha i mesi contati. E' una rapida inversione di umore, una sorta di cortocircuito.

C'entrano le minacce di Trump in questo cambiamento di tendenza?

Difficile dirlo. Di certo è che la Fed ha trovato un supporto intellettuale in un economista del calibro di Richard Clarida (vice presidente dall'aprile 2018), fautore di un tasso d'interesse neutrale ben più basso di quanto si pensasse in passato. Del resto, con un'inflazione ancorata al 2%, sarebbe ora difficile tornare "falchi". M'aspetto che a giugno la Fed annunci un regime di Inflation Targeting, per cui sarebbe tollerato un tasso d'inflazione



superiore al 2% in modo da prolungare il ciclo economico. In ogni caso, è evidente che la pressione di Trump si farà ancora sentire dal momento che il presidente ha bisogno di una borsa in rialzo per farsi rieleggere.

Però c'è stato un condizionamento dei mercati nelle decisioni della Fed.

Questo è evidente. Che la banca centrale americana abbia di fatto un terzo mandato (ossia la stabilità dei mercati, oltre a quelli della piena occupazione e della stabilità dei prezzi) è noto e Jerome Powell l'ha ammesso più volte.

Ciò non toglie che il dietrofront della Fed abbia qualcosa di acrobatico, se si pensa che Powell a settembre non aveva nascosto timori per l'effervescenza dei bond e nel Fomc del 20 marzo ha invece sostenuto di non essere preoccupato di una bolla sul credito.

Vedremo cosa succede. In ogni caso ha senso l'attuale prudenza della Fed e penso che l'errore di Powell sia stato quello passato, quando aveva sostenuto che il tasso neutrale era ancora lontano.

Quanto ha pesato la prudenza della Fed nella politica monetaria della Bce?

E' palese che le nuove misure espansive annunciate da Mario Draghi sono una risposta alla Fed. In Eurozona i problemi sono ben più seri e credo che i tassi resteranno fermi anche in presenza di un'economia eventualmente in recupero. Ormai anche noi siamo giapponizzati. E poi, l'Europa, dopo aver criticato l'America, finisce sempre per fare quello che s'è fatto Oltreoceano.

Ma cosa cambierà nella Bce a ottobre, dopo l'uscita di Draghi?

Non molto, penso. Anche un Weidmann (Jens, il presidente della Bundesbank, noto per le sue posizioni da "falco") diverrebbe più aperto in caso di necessità. In politica monetaria, così come in politica, non sono rari i paradossi.

Intanto, cerchiamo di goderci il buon momento dei mercati.

C'è un'asimmetria quest'anno nel comportamento di borse e bond rispetto al 2018. Allora le borse avevano sofferto con un'economia in forte rialzo. Oggi crescono con un'economia in vistoso rallentamento. Ma le banche centrali sono tornate ad essere espansive, i tassi d'interesse non saliranno e i rendimenti dei bond sono scesi. E' il tipico scenario Goldilocks che tanto piace ai mercati ("Riccioli d'oro", da una favola cara al pubblico anglosassone): bassa crescita e bassi tassi. Il denaro affluisce sui mercati quando le borse crescono lentamente e a lungo. Godiamoci l'attimo, poiché nel 2020 lo scenario globale può cambiare e non si può escludere una recessione nel 2021.

Ma può continuare a salire Wall Street con stime degli utili societari al ribasso, il 2019 potrebbe finire a crescita zero?

Penso che gli analisti abbiano peccato per eccesso di pessimismo sugli utili aziendali. L'analista equity è spesso in difficoltà nel percepire una possibile svolta del ciclo borsistico ed economico. Di solito gli analisti eccedono in ottimismo. Stavolta è il contrario e probabilmente si sono fatti condizionare dal pessimo umore

che si respirava tra ottobre e dicembre.

Come spiega il ritorno d'interesse sulle borse europee e i giudizi positivi arrivati recentemente da Morgan Stanley e Bank of America che, solo pochi mesi fa, non sono state tenere con noi?

Il mercato arriva prima degli analisti e della meditazione degli economisti. Si butta e spesso ci indovina. Inoltre, gli investitori si muovono in gregge. Comunque, credo che in Eurozona si possa ipotizzare una ripresa perché le politiche fiscali sono espansive: in Francia, in Italia (naturalmente) e pure in Germania. E, inoltre, pur nutrendo molta diffidenza sui numeri ufficiali che diffondono le autorità cinesi, pare recuperare anche la Cina, un po' grazie ai flussi finanziari e un po' per i più ragionevoli accordi tariffari con gli Usa. Ma c'è un'incognita sulla ripresa europea: poiché Trump, chiuso il capitolo con Pechino, potrebbe aprirlo seriamente con l'Europa.

Condivide anche il clima di relativo ottimismo che si respira su Piazza Affari e nostri Btp, il cui spread è sceso attorno ai 250 punti?

Può darsi che il Pil torni a salire nel secondo semestre. Se recupera la Cina, riprende anche l'industria manifatturiera tedesca e l'Italia è parte integrante della catena del valore con questi paesi.

Non teme un riacutizzarsi dello scontro con la Commissione europea, dal momento che i nostri conti pubblici sono peggiorati?

Si troverà sempre una soluzione. Anche sulla flat tax proposta ora dalla Lega si troverà un compromesso oppure la si dilazionerà. E poi è bene ricordare che è la Francia a fare le politiche fiscali d'Eurozona. E' vero che, mentre un deficit superiore al 3% viene tollerato se si tratta di Parigi, attira invece le ire della commissione quando siamo noi a sforarlo. Ma, in ogni caso, la duttilità transalpina finisce per giovare anche a noi perché rende meno severa Bruxelles.

Vede i sintomi di una possibile recessione nell'economia mondiale?

Al momento non pare di vedere seri rischi. Ma non si può dire. Siamo diventati un po' più prudenti, perché memori di quanto avvenne nel 2008. Un'eventuale recessione potrebbe rivelarsi meno distruttiva della precedente, forse più simile a quelle dei decenni precedenti. Ma il rischio esiste e può concretizzarsi anche in scenari Goldilocks, come adesso.

E quanto le sembra concreto il rischio di una bolla speculativa sul credito?

E' vero, c'è un eccesso di debito corporate, ma ancora non si intravede un fattore scatenante come i debiti subprime del 2007-2008. In ogni caso nessuna crisi ripete le stesse condizioni della precedente e cambiano anche i protagonisti. Penso che l'attuale scenario possa prolungarsi per un po' di tempo ancora. Semmai sono più preoccupato della politica specie se alla Casa Bianca fosse eletto un presidente radicale, portatore di istanze in contrasto con quelle del mondo imprenditoriale e di Wall Street.