

DISSONANZE

Perché salgono le borse europee ma non sale l'euro?



Franz von Stuck. *Dissonanz*. 1910.

Negli ultimi giorni l'aria per l'Europa, e in particolare per la Germania, è diventata più respirabile. Il parlamento britannico e i laburisti hanno completato il processo di svuotamento di Brexit che era stato avviato dalla May. Le auto tedesche continueranno a essere acquistate dai banchieri e dai gestori di Londra senza l'aggravio di dazi proibitivi e questo, in un momento molto difficile per il manifatturiero tedesco (e per il suo indotto continentale, Italia in prima fila) non è poco.

Un'altra buona notizia è che l'accordo tra Stati Uniti e Cina sembra ormai in dirittura di arrivo. Per l'Europa i vantaggi sono tre e sono tutti importanti. Da una parte in Cina ci sarà una ripresa della fiducia, che avrà come effetto immediato una ripresa delle importazioni dal resto del mondo (e quindi anche dall'Europa). Dall'altra le concessioni che Trump sarà riuscito a strappare in termini di protezione dei diritti di proprietà intellettuale e di apertura dei mercati cinesi saranno in qualche misura erga omnes, e quindi avvantaggeranno anche le imprese europee. Infine, la probabile cancellazione delle tariffe introdotte dagli Stati Uniti o, quantomeno, la rinuncia a introdurne di ancora più pesanti, aiuterà i produttori tedeschi che fabbricano auto in America e da lì le esportano in Cina.

Di fronte a queste importanti e positive novità, le borse europee hanno messo nel cassetto e finto di non vedere il pessimo andamento del manifatturiero tedesco, di cui continuiamo a ricevere conferma tutti i giorni. C'è una logica in questo. Il settore ha probabilmente toccato il suo punto più basso e tornerà a crescere entro breve. È giusto che le borse, che quando possono cercano di guardare al futuro e anticipare gli eventi, si portino avanti.

Ma perché le borse europee salgono da tre mesi (e mostrano ogni intenzione di continuare per un altro tratto) mentre l'euro non mostra nessun segno di forza? Qualcuno osserverà che le borse europee (come quelle globali) sono salite molto in questi tre mesi semplicemente perché erano scese di altrettanto nei tre mesi precedenti. Vero, ma l'euro, dopo essere sceso nel



G. Savoldo. *Giovane flautista*. 1540.

quarto trimestre del 2018, ha continuato a scendere anche in questi ultimi tre mesi. In settembre aveva sfiorato 1.18 e oggi lo ritroviamo a 1.12. E la cosa è tanto più interessante in quanto avviene mentre Trump cerca tutti i giorni di indebolire il dollaro con le sue dichiarazioni e mentre il differenziale tra i tassi americani e quelli europei ha iniziato a ridursi e sembra destinato a scendere ancora.

Attenzione, l'euro non è importante solo per chi si occupa di cambi, ma anche per chi investe in borsa. Nei rialzi degli ultimi anni (anche le borse europee, ogni tanto, salgono) euro e azioni hanno sempre dovuto dividersi tra loro il ritrovato consenso del mercato. In alcuni momenti l'euro l'ha fatta da padrone e, con il suo rialzo, ha soffocato quello dell'azionario. Il rialzo in corso delle borse europee, se si muove sciolto e agile, lo deve anche alla completa assenza di vitalità dell'euro.

Possiamo provare a dare qualche spiegazione al fenomeno. La prima cosa che viene in mente è il posizionamento dei mercati. I portafogli si sono talmente alleggeriti di azioni europee alla fine dell'anno scorso che ora devono rincorrere il rialzo e continuare a comprare. Sull'euro, per contro, lo sbilanciamento delle posizioni è stato più contenuto.

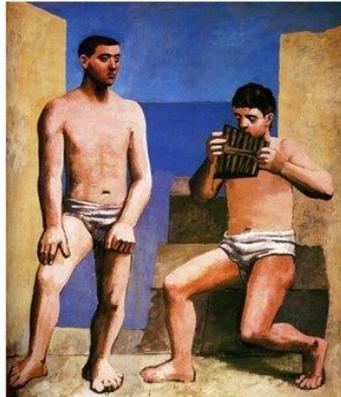
Una seconda ragione possibile è che le borse stanno diventando sempre di più uno strumento di politica monetaria. Powell lo ripete continuamente nei termini più chiari e diretti possibili. Powell si è spinto addirittura a confessare con grande candore quello che per i banchieri centrali è sempre stato inconfessabile, e cioè che in certi momenti le borse dettano la politica monetaria. In un momento in cui si è temuta una crisi verticale di fiducia (negli Stati Uniti) o una recessione vera e propria (in Europa) dare spazio di recupero alle borse con una guidance più morbida sui tassi è stato un modo per ripristinare velocemente la fiducia ed evitare un collasso generale. Non dimentichiamo che l'America di Trump non vuole assolutamente una recessione, mentre l'Europa non può semplicemente permettersela.

Una terza ragione della debolezza e della mancanza di reattività dell'euro è forse che, mentre le borse festeggiano un miglioramento di breve dello scenario globale, i cambi sono più sensibili agli aspetti strutturali. In pratica, Brexit e l'accordo con la Cina offrono l'occasione per un sospiro di sollievo, ma non risolvono in modo duraturo i problemi sottostanti. Più Brexit è morbida e praticamente inesistente, più cresce la frustrazione e la rabbia dei vincitori del referendum e più instabile si profila il quadro politico britannico nel medio termine. Per quanto riguarda l'accordo con la Cina, quello che si profila ottiene 30 là dove Trump chiedeva 100. È molto? È poco? È più o meno la stessa percentuale di successo del Nafta 2.



Caravaggio. *Suonatore di liuto*. 1596.

Quale che sia il giudizio, resta il fatto che c'è un 70 di non risolto, che riguarda in particolare la questione molto delicata dell'implementazione di quello che si andrà a firmare.



Picasso. *Il flauto di Pan*. 1923.

Rimane poi un'ultima incognita, quella del negoziato commerciale con l'Europa che Trump potrebbe aprire dopo avere chiuso quello con la Cina. Un accordo light con i cinesi (come quello che si profila) esporrà Trump alle critiche dei democratici, che già tengono bloccato in Congresso il Nafta 2. È possibile allora che Trump rinunci al contenzioso con l'Europa, ma è anche possibile che cerchi di rifarsi l'immagine di negoziatore efficace con un atteggiamento più duro. Nel dubbio, è comprensibile che la Bce cerchi di mantenere l'euro debole.

È un momento magico per le borse. Non c'è molta crescita e c'è un inizio di erosione dei margini di profitto, ma l'atteggiamento morbido della Fed fa premio su tutto. La Fed ha giurato che sarà paziente e, non bastasse, Trump la martella tutti i giorni per chiederle un ribasso dei tassi di 50 punti base. Il ribasso è prematuro (anche se il mercato ha cominciato a prezzarlo) ma sicuramente non avremo altri rialzi nei prossimi mesi. Con una Fed che ha promesso di non fare nulla anche se l'inflazione dovesse salire sopra il due per cento il margine di sicurezza per l'azionario è particolarmente ampio.

Il rialzo è dunque invulnerabile? No, naturalmente. Occorrerebbe però una sorpresa forte, come un improvviso aumento dell'inflazione o un azzeramento della crescita, per interromperlo. Una correzione precipitosa ci sarebbe anche se dovesse saltare all'ultimo momento l'accordo con la Cina, anche se le due parti farebbero comunque di tutto per non ritrasformare in guerra la pace mancata.

Ci avviciniamo però al momento in cui il rialzo dovrà comunque rallentare e diventare più irregolare. Per la Fed potrebbe essere imbarazzante vedere nuovi massimi di borsa in presenza di un'economia decente ma non particolarmente brillante. Una modesta risalita dei rendimenti della parte lunga della curva, spontanea o indotta da vendite della Fed, potrebbe aprire questa nuova fase di rialzo più lento e meno regolare.

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.