

INTERVISTA AD ALESSANDRO FUGNOLI

«Il debito italiano fa meno paura Francia e Usa stanno peggio»

di Sergio Luciano

«L'ipotesi di una nuova fase di ripresa globale è poco considerata in questo momento, dagli analisti. Ma non è un'ipotesi assurda. Niente di spettacolare ma la considero una possibilità concreta, legata al ciclo delle scorte»: Alessandro Fugnoli, Strategist di Kairos, cioè di una delle Sgr italiane più attente e competenti, ha il tocco lieve dell'osservatore colto e ironico. E, cosa rara nel campo, scrive bene e volentieri. E quando capita, come oggi con Investire, parla anche: sempre con prudenza e con una certa levità (meglio delicatezza?), ma con più disinvoltura, in fondo verba volant...



Allora, dottor Fugnoli: la fine del mondo non è ancora alle porte?

C'è stata l'anno scorso, nel clima di boom legato agli Usa, una corsa a riempire i magazzini di scorte pensando che i consumi avrebbero continuato a essere molto brillanti. Invece queste scorte si sono rivelate un po' eccessive. Per reazione, si è smesso di accumularle e nell'ultima parte dell'anno in corso gli stock potrebbero anche esaurirsi.

Finalmente una buona notizia?

Insieme al buon andamento delle Borse che dovrebbe aiutare. Ma ce ne sono anche di cattive...

Tipo?

E' in corso un enorme shock dell'industria dell'auto europea e globale, ma non di quella americana. Il lancio dell'elettrico avrà un effetto positivo a lungo termine che però si sconta adesso, nel breve, creando un sacco di confusione, attendismo e titubanza. E' in atto una caduta fortissima di immatricolazioni, e i già bassi margini del settore ne risentiranno. Per non parlare delle stringenti disposizioni ecologiche, delle multe protezionistiche come alcune di quelle americane contro i prodotti eu-

LO STRATEGIST DI KAIROS È OTTIMISTA: «L'IPOTESI DI UNA NUOVA FASE DI RIPRESA GLOBALE NON È ASSURDA. ANZI È UNA POSSIBILITÀ CONCRETA, LEGATA COM'È AL CICLO DELLE SCORTE»

Nella foto
Alessandro Fugnoli,
Strategist di Kairos
Nella pagina accanto
da sinistra Christine
Lagarde, prossimo
presidente Bce
e Jerome Powell,
presidente Fed

ropi... l'Europa è fortemente autocentrica...

Vittima numero uno, la Germania...

Ricordo che lo scorso anno in agosto ci fu un dato negativo sulla produzione manifatturiera tedesca che la Bundesbank commentò con un bollettino mensile ottimistico e minimizzatore, dicendo che il mese dopo già sarebbe andato meglio. Invece è passato un anno e restiamo come allora, il settore auto tedesco è in affanno e resterà strutturalmente sotto pressione per molti anni, le case automobilistiche dovranno effettuare giganteschi investimenti a fronte di ritorni tutti da valutare. Il tutto va unito agli effetti della pressione protezionistica che costringe le case a diversificare le filiere produttive. Chi prima aveva un solo impianto in Messico dal quale copriva tutto il mondo, adesso deve crearsi tre filiere produttive. E' tutto molto complicato...

Però vede anche la ripresa da rottura degli stock...

Sì, a livello congiunturale è possibile che ci sia un piccolo miglioramento...sia chiaro, ci sono tanti "se". Se non dovesse esserci da parte degli Usa il tentativo di aprire nuovi fronti di scontro politico-economico si potrebbe verificare, per reazione fisiologica, un ritorno alle scorte.

INVESTIRE SPECIALIST

Ancora sull'auto: come vede l'Italia?

A parte Fca che in Italia ha una presenza ormai ridotta, la nostra industria è parte integrante della filiera dell'auto tedesca, e c'è non a caso una perfetta correlazione tra l'andamento dei due comparti manifatturieri. Condivideremo gli stessi ritmi.

Di palo in frasca: che ne è dello spread? È sempre un buon termometro? Insospettisce la sua stabilità in tanto caos...

Ci sono tante spiegazioni per questa stabilità. In un contesto di politiche globali e ultra espansive annunciate anche per i prossimi anni, possiamo pensare di essere forse solo all'inizio di un grande esperimento che vedremo svolgersi in un decennio e, chissà, anche oltre. E' un contesto in cui banche centrali comprano tutto... se la Bce attraverso Bankitalia detiene il 20% di debito pubblico italiano, quindi il debito netto è al 110%... tutti i focolai di crisi sembrano ridimensionati...

Ma l'anno scorso pareva che il quadro evolvesse ben diversamente!

Sì, non eravamo nel contesto globale ultra espansivo di oggi. La Fed preannunciava il rialzo dei tassi e la Bce, dopo l'elezione di Macron, aveva annunciato una normalizzazione globale in arrivo. Era dunque un contesto restrittivo. Che prometteva semmai di accompagnare la crescita ma senza spingerla. Oggi invece in un contesto così espansivo qualsiasi problema viene accantonato e messo sullo sfondo. E c'è dell'altro.

Cosa?

Il mercato guarda ai dati macro che fotografano un deficit delle pubbliche amministrazioni più basso di quello di 2 e 3 anni fa... siamo vicini al 2%, contro il 2,5-3 degli anni scorsi. Stiamo quindi parlando del solito problema italiano, la poca crescita, non di scarsa disciplina fiscale. Ormai nel mondo si fa la tara sull'instabilità italiana, che veniva postulata anche quando c'erano altri governi. E' un discorso forse superficiale ma diffuso, lo sento fare da quando ero ragazzo... è una cosa che c'è sempre stata. Tutta la Prima Repubblica, durata mezzo secolo, è stata guidata da governi brevissimi.

Ok, ma tutto questo vive grazie a un contesto di tassi rasoterra. Che però estinguono i rendimenti di qualsiasi titolo. Non è un problema?

Altro che. Nel mondo non c'è quasi più niente che renda qualcosa: polizze vita e fondi pensione che hanno bisogno di rendimenti sui 50 anni sono in default, se i tassi restano così bassi, e rischiano di non poter garantire le prestazioni che hanno promesso. C'è sul mercato fame estrema di titoli redditizi... l'emissione austriaca a 100 anni che rende l'1% è andata a ruba. I titoli italiani che rendono ancora di più sono richiestissimi...

Eppure il debito mondiale è gigantesco, dovrebbe far paura...

E' enorme, sì. E infatti, quando si parla dell'Italia e del suo eccessivo rapporto debito pubblico/Pil, fa comodo citarlo come elemento di ricattabilità istituzionale, ma guardando metriche diverse siamo messi meglio di altri Paesi. Come debito privato sommato a quello pubblico, siamo messi molto meglio della Francia. Inoltre la velocità di crescita del debito pubblico è molto superiore oggi in Francia, anzi lo è da ormai 20 anni e sta accelerando, mentre da noi è stabile. Lo stock del debito Usa è nominalmente al 78% ma se si aggiunge al calcolo l'ammontare acquistato dalla Fed è già al 110, e sarà superiore a quello italiano tra 15 anni, anzi tra 10, sommando il debito delle amministrazioni locali. Hanno un disavanzo del 5% che ormai è stabile, si



discute se mantenerlo stabile o aumentarlo. E credo che, in prospettiva, se dovesse esserci amministrazione democratica il disavanzo aumenterà. Nel resto del mondo, dopo il QE, si è smesso di considerare il debito lordo come un indicatore significativo...

Quindi il debito non è più il mostro che pensavamo. Ma ci sono i derivati finanziari, i famosi titoli tossici!

Ci sono ancora eccome. C'è stata però una stretta progressiva per le banche in tutto il mondo, con richiesta di capitale e liquidità e anche una pressione regolatoria per ridurre la massa di derivati manovrata dalle banche, così che, anche le più esposte, anno dopo anno hanno ridotto. Quindi il rischio c'è, ma inferiore al passato. E dunque non credo che la prossima crisi si aprirà su temi già visti. Del resto, anche prima dei derivati, ciò che era instabile nella finanza era dovuto alla leva. Che non è un'invenzione degli ultimi anni, sicuramente con i derivati la leva è attivabile più facilmente, ma le crisi soprattutto immobiliari hanno insegnato qualcosa, hanno deprezzato il mattone e tolto spazi agli eccessi di leva...

Proviamo a trarre una sintesi: lei sembra più tranquillo che preoccupato...

Insomma, non è che io sia tranquillissimo. Sono affascinato dalle novità che si vedranno nei prossimi anni, anche da quelle non ortodosse, come già ne abbiamo viste nei 10 anni scorsi. Credo che non siano state niente rispetto a quel che vedremo. Al regime di "fiat money" non siamo abituati, dovremo abituarci. Del resto la Modern Monetary Theory ci dice che continuiamo a pensare come se ci fosse ancora un sistema aureo, cioè come se i soldi fossero limitati. Invece i soldi non sono più finiti, sono una risorsa espandibile, e tutto sommato finora se n'è approfittato con cautela, e il prezzo di questa cautela è stato la crescita bassa. Che però socialmente viene sopportata per breve tempo: dopo un po' la gente comincia a protestare. Suscita sommovimenti politici per cui il primo reflazionista che passa viene votato... l'austerità viene respinta. Ovunque, a parte in Germania. Ma ancora una volta ha vinto il pragmatismo Usa. Qualche anno fa si procedeva con esperimenti poco ortodossi, come i primi Quantitative easing, dicendo: sia chiaro, ne usciremo subito! Adesso al primo starnuto lo si concede. E arriverà anche il Qe azionario, in Giappone lo fanno già, la Bank of Japan possiede diversi punti del Nikkei, la Banca nazionale Svizzera è diventata di fatto un enorme fondo di investimento azionario... Come si concluderà questo esperimento non lo so, il rischio che a un certo punto crolli il castello c'è, però prima di arrivare a quel punto se mai ci si arriverà ci sono ancora parecchi passaggi da fare. Vedremo con quanta saggezza. Se alla prima increspatura ci si precipita ad annunciare politiche ultra espansive viene da dire che si andrà velocemente sulla strada di una reflazione generalizzata...