

SCHWARZE NULL, ROTE NULL

Lo zero di Draghi, lo zero di Scholz e quello di Trump



Berlino. Festa in onore di Schäuble per il pareggio di bilancio.

L'aspetto più interessante della riunione della Bce di oggi, alla fine, è che l'unica cosa su cui c'è stata unanimità è nella richiesta (quasi una supplica) ai governi di spendere di più. Noi facciamo i salti mortali per raschiare il fondo del barile monetario, è il messaggio, ora, cari signori, tocca a voi. Se volete evitare che l'Europa cada irreversibilmente in quello che Larry Summers chiama il buco nero della crescita zero e dell'inflazione zero, dovete decidervi a disfarvi di tutte quelle regole e regolette barocche che vi siete dati per non spendere e dovete anche farlo in fretta.

Da quando esistono le banche centrali come entità più o meno indipendenti dal Tesoro del sovrano è la prima volta che capita di sentire qualcosa del genere. Fino a oggi si erano viste, nella stragrande maggioranza dei casi, prediche rivolte ai governi affinché spendessero meno. Al massimo, in caso di guerra, le banche centrali tacevano, o perché consenzienti o perché consapevoli che una loro opposizione non sarebbe stata tollerata. Quanto al 2008, l'impostazione fiscale espansiva trovò una Fed cooperante e una Bce silenziosa, ma nemmeno in quel caso si videro richieste esplicite ai governi di spendere di più.

Oggi molti commenti si concentrano comprensibilmente sugli aspetti tecnici delle decisioni della Bce, comunque interessanti. Non si può negare che ci sia stata molta abilità, da parte di Draghi, nell'accettare una versione ridotta di Quantitative easing (20 miliardi al mese rispetto agli 80 del primo Qe) in cambio di una durata aperta (e forse eterna) dello stesso. Per i mercati, il valore psicologico di un Qe per sempre supera anche il non avere incluso i titoli bancari nelle operazioni di Qe, che tanto avrebbe contribuito ad avviare il circolo virtuoso di un recupero della profittabilità delle banche e di una loro maggiore disponibilità a erogare prestiti.

Si può anche apprezzare l'abilità con cui si è trovato un punto di equilibrio tra le istanze delle banche del nord e quelle delle banche del sud. Alle prime è stato concesso il tiering, alle seconde un Tltro più generoso. Alla fine, tuttavia, queste misure si limiteranno a mitigare il danno inferto alle banche

dal ribasso dei tassi, che infatti è stato giustamente limitato a 10 punti base, contro i 20 che si attendeva il mercato.

Certamente si è lasciata alla Lagarde, quando verrà il suo turno, la possibilità di raschiare ancora un po' il barile e possiamo scommettere che proprio questo lei si prepara a fare. E tuttavia resta l'impressione complessiva iniziale, quella della consegna del testimone ai governi. E quando si parla di governi, si parla in realtà di Germania.



Wiesbaden. Installazione sullo Zero Nero al Ministero delle Finanze.

I tedeschi distinguono due tipi di zero. C'è lo zero nero (schwarze Null), che è zero o sopra zero, e c'è lo zero rosso (rote Null), che è zero o sotto zero. Lo zero rosso di Draghi e dei suoi successori è l'impegno rassegnato a mantenere i tassi europei a zero o sotto zero per tutta la durata delle nostre vite.

Lo zero nero vagheggiato da Schäuble e raggiunto da Scholz è il surplus di bilancio che la Germania ha raggiunto quest'anno. Questo surplus, frutto essenzialmente di rinunce a investire in infrastrutture, è diventato un vero e proprio feticcio. Allo zero nero sono dedicate perfino opere d'arte, inclusa una scultura che si può ammirare nell'atrio del ministero delle finanze a Wiesbaden e un'altra, dedicata alla Schuldenbremse (il limite sui debiti inserito in costituzione), nella sede centrale di Berlino.

Che una Germania in virtuale recessione (e in pesante flessione nel manifatturiero) si coccoli un surplus di bilancio che veleggia quest'anno verso il due per cento confonde la mente. La contemplazione estatica del tesoretto, che coinvolge quasi tutto l'arco politico tedesco, ricorda una dieta che, dopo avere conseguito gli scopi che si prefiggeva, si trasforma in anoressia. La Germania non ha i buchi nelle strade, ma ha comunque ingorghi, ponti da ricostruire, digitalizzazioni tutte da fare, centrali a carbone da riconvertire e forze armate che sono tali solo di nome. Non investire con i tassi negativi è patologico.



Il totem dello Zero Nero in una trasmissione ZDF.

Certo, si è aperto il dibattito sullo zero nero, ma è bene chiarirne subito i limiti. Si discute se rinunciare al surplus, non di andare in deficit. E paradossalmente chi si oppone di più sono i socialdemocratici. Quanto ai Verdi, sono più realisti del re e sono pronti ad accettare solo spese per l'ambiente che non mandino il bilancio in passivo. Uno dei motivi più citati per non spendere è che non bisogna dare il cattivo esempio alle cicale del resto d'Europa, che non aspettano altro che un cedimento tedesco per ritornare alle loro cattive abitudini.

Per fortuna, viene da dire, c'è un terzo zero, quello che invoca Trump sui tassi americani ormai tutti i giorni e al quale una Fed molto riluttante sarà costretta ad avvicinarsi nei prossimi mesi anche per effetto della forza del dollaro. E, a proposito di America, dopo mezzo secolo in cui Bundesbank, Bce e governanti tedeschi hanno fatto le prediche al lassismo fiscale e monetario di Washington, confonde di nuovo la mente che Draghi citi il disavanzo fiscale americano (quasi il 5 per cento del Pil) come esempio luminoso da seguire in Europa.



Berlino. Installazione sul Limite del Debito al Ministero delle Finanze. .

Tirando le somme, pur con tutti i limiti di cui abbiamo parlato, per i mercati, in particolare azionari, questo è un momento positivo. L'economia globale, nel complesso deludente, comincia a mandare qua e là qualche timido segnale di stabilizzazione e perfino di ripresa. L'inflazione non è un problema. I tassi vanno e continueranno ad andare in una direzione sola. Le curve dei rendimenti si avviano a ritrovare una forma meno minacciosa e quasi normale. La spesa pubblica cresce ovunque, perfino in Europa. Cina e Stati Uniti ribadiscono, quanto meno, di non volere un deterioramento ulteriore dei loro rapporti. A Brexit ci siamo ormai tutti abituati.

Può darsi che, dopo i rialzi di mercato sulla scia di Bce e Fed, ottobre veda qualche realizzo. Inanellare nuovi massimi di borsa ogni settimana metterebbe in serissimo imbarazzo una Fed che si ritrova a dovere tagliare i tassi con la pistola alla tempia. Dopo il consolidamento, comunque, fine anno, come sempre, sarà un momento di consuntivo e profitti stabili si confronteranno con tassi molto più bassi, giustificando multipli più alti.

Per i bond, la fase di consolidamento è già iniziata, ma non si tratta ancora di una inversione di tendenza.

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.

