

UN MONDO INSTABILE

Per ora tutto bene, molte incognite a medio termine



1919. I soldati americani tornano a casa

Quando la prima guerra mondiale terminò, come ci ricorda Gary Shilling, si diffuse l'idea che, come dopo ogni conflitto, ci sarebbe stato un brusco calo di commesse pubbliche a cui sarebbe andata a sommarsi la disoccupazione di molti dei soldati ritornati dal fronte. Le imprese cercarono quindi di limitare la produzione e di soddisfare la domanda dei loro prodotti liquidando le scorte di prodotti finiti.

Invece della depressione temuta, tuttavia, si verificò, soprattutto in America, un boom del credito, delle esportazioni e dei consumi, che erano stati compressi durante il conflitto e ora riemergevano prepotenti. Trovandosi senza scorte, le imprese corsero a ordinare materie prime e semilavorati e poiché entrambi scarseggiavano, anche a causa del sistema dei trasporti intasato, ordinarono in realtà molto più di quanto serviva nel timore di riceverne dai fornitori solo una parte. Ovviamente i prezzi, ora liberi di muoversi dopo il controllo del tempo di guerra, si impennarono, creando ulteriore panico nelle imprese compratrici che, nel timore di ulteriori rialzi, rincorsero i prezzi che salivano pur di ottenere i componenti che servivano.

L'inflazione salì bruscamente ma, così facendo, compresse il potere d'acquisto dei consumatori, che già a metà del 1920 furono costretti a ridurre la domanda. Dopo poche settimane le imprese si ritrovarono con i magazzini che continuavano a riempirsi e la richiesta dei loro prodotti in forte calo. Furono allora prese di nuovo dal panico e cancellarono gli ordini che avevano ancora in corso. I prezzi e la produzione crollarono e il Pil americano si contrasse del 13 per cento tra il 1920 e il 1921, lasciandosi dietro una scia di fallimenti industriali.

Con la pandemia e i lockdown, nella primavera-estate del 2020, la contrazione di molte economie è stata nell'ordine del 10 per cento e le imprese si sono precipitate a cancellare le ordinazioni di componenti, tagliando la produzione e liquidando le scorte di prodotti finiti. È stata una reazione automatica, dettata dall'istinto di sopravvivenza, che non ha però tenuto in conto la fragilità politica di molti governi e la loro conseguente disponibilità a gettare alle ortiche l'ortodossia monetaria e fiscale e inondare di stimoli l'economia. Questa fragilità politica, oggi ancora più evidente

dopo il voto in Virginia e New Jersey, si tradurrà per qualche tempo ancora in ulteriori stimoli o, in ogni caso, nel ritardare all'estremo l'adozione di misure di normalizzazione, come ci mostra la decisione odierna della Bank of England.

La forza di questi stimoli è tale che per ancora sei-nove mesi (il tempo di votare in Francia e di preparare il terreno al midterm americano) economie e mercati verranno portati vicini al livello di surriscaldamento. Sarà bello continuare a essere investiti in azioni senza subire danni (se non sul potere d'acquisto) dalla componente obbligazionaria del portafoglio.



Uno sciopero durante la depressione del 1920-21

Questo non dovrà però fare dimenticare che stiamo vivendo all'interno di un grande esperimento in un ambiente reso instabile dalla violenza della depressione dello scorso anno e dalla forza ancora superiore della reazione di policy. È come spingere un motore al massimo. È bellissimo se tutto va bene, ma è anche sempre più rischioso se lo si spinge troppo a lungo.

In questo contesto, l'inflazione resterà transitoria ancora per due-tre trimestri, la scarsità di semiconduttori per ancora un anno e forse più, quella di gas e petrolio almeno fino a primavera, mentre gli ingorghi nel sistema dei trasporti si risolveranno lentamente. Il concetto di transitorio, in altre parole, continuerà a essere stracchiato a lungo.

A lungo, ma non in eterno. A un certo punto, forse già a metà del 2022, si dovrà fare seriamente il punto e decidere come proseguire. Non sarà per niente facile, perché gli errori di politica monetaria saranno possibili non in una sola direzione (come pensa il mercato che teme solo rialzi prematuri dei tassi) ma in due. Si rischierà infatti da una parte di alzare i tassi in un momento in cui l'economia si prepara già di suo a rallentare. Dall'altra, per paura di fare danni, si rischierà di rinviare la normalizzazione e lasciare correre l'inflazione, che sarà fra nove mesi più bassa di adesso ma ancora molto al di sopra degli obiettivi ufficiali, con il rischio di una seria perdita di credibilità. Se poi a novembre il Congresso tornerà ai repubblicani, sempre fiscalmente virtuosi quando alla Casa Bianca c'è un democratico, le cose si complicheranno ulteriormente.

Altre complicazioni verranno dal fatto che un'economia globale in via di frammentazione e segmentazione avrà dinamiche di settore difficilmente prevedibili. Possiamo essere quasi certi che l'attuale penuria di semiconduttori, quando i giganteschi investimenti in programma entreranno in produzione, si trasformerà in sovrabbondanza, ma non sappiamo se questo servirà a gettare un po' d'acqua sul fuoco di un'inflazione ancora forte o se invece manderà impulsi deflazionistici ulteriori in un momento di rallentamento o di recessione.

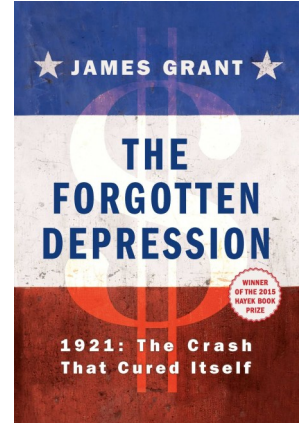


Harding lasciò al mercato il compito di uscire dalla depressione

Ma non basta. La transizione energetica potrà essere un fattore di stabilizzazione ciclica grazie al ruolo degli investimenti pubblici, ma nei primi anni aumenterà la nostra dipendenza da gas e petrolio e ne manterrà alti i prezzi.

È comprensibile, in questo contesto, che le banche centrali siano sempre più abbottonate nella loro guidance e come la Fed, l'unica grande banca centrale che può ancora permettersi il lusso di alzare i tassi, abbia affrettato il passo del tapering per avere modo di iniziare i rialzi, se necessario, a metà dell'anno prossimo.

Tutto fa pensare che governi e banche centrali si spingeranno a livelli mai visti negli ultimi decenni per sostenere la crescita ed evitare cadute cicliche. È bello saperlo e restare nella scia dell'espansione con i portafogli ben carichi di rischio. Ma è anche bene ricordare che più a lungo prevale l'idea della crescita a tutti i costi più sale il rischio di instabilità.



La depressione dimenticata

Detto questo, è difficile vedere problemi seri per i mercati da oggi all'inizio dell'anno nuovo. Il Pil americano è in forte recupero e questo, tra l'altro, permetterà di correggere il brutto dato odierno sul costo del lavoro per unità di prodotto nel terzo trimestre.

Se la pandemia non rialzerà la testa, le prossime settimane continueranno quindi a vedere bond tranquilli e borse solide.

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 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.