

GEOECONOMIA

Sono due, non una, le guerre in corso



La conferenza di Bretton Woods. 1944

C'è una guerra ben visibile, quella tra Russia e Ucraina, ma c'è anche una guerra meno spettacolare ma anch'essa molto dura, quella tra gli Stati Uniti e i loro alleati da una parte e il blocco russo-cinese dall'altra.

Nella prima guerra è in gioco il destino dell'Ucraina, nella seconda sono in gioco, oltre agli assetti geopolitici globali, molte cose che interessano direttamente i mercati.

Zoltan Pozsar, da sempre capace di produrre visioni audaci, vede il profilarsi di un nuovo ordine monetario globale, una Bretton Woods 3. La prima Bretton Woods, ricordiamo, aveva posto nel 1944 le basi di un ordine basato su un gold standard flessibile che consentiva agli Stati Uniti di mantenere un disavanzo permanente delle partite correnti. In pratica gli Stati Uniti, stampando ogni anno più dollari di quelli che la base aurea avrebbe consentito, permettevano a Europa e Giappone di rilanciare le loro economie diventando esportatori netti verso l'America.

La seconda Bretton Woods, nella prima fase del nostro secolo, ha visto la Cina sostituire Europa e Giappone come esportatore netto verso gli Stati Uniti. In cambio dei suoi prodotti, la Cina ha ricevuto negli anni un trilione di dollari di cambiali americane (i titoli del Tesoro) e un altro trilione di titoli comunque denominati in dollari.

La terza Bretton Woods, che sta nascendo sotto i nostri occhi in questi giorni, vede la creazione di due sistemi paralleli che rispecchiano la divisione del mercato globale delle materie prime in due blocchi. Nel primo, il nostro, le materie prime trattano a prezzo maggiorato e creano inflazione. Nel secondo la Cina (cui si aggiungerà probabilmente l'India) compra le materie prime russe a forte sconto e mantiene stabili i suoi prezzi. Le materie prime acquistate possono servire alla produzione cinese, ma possono anche essere accumulate in scorte strategiche che vanno a sostituire le riserve valutarie di carta americana.

Il risultato è la creazione in prospettiva di un nuovo blocco valutario in cui la moneta è garantita da materie prime e oro. L'altro blocco, il nostro, non potendo più finanziarsi offrendo cambiali alla Cina, continuerebbe a farlo offrendole alle sue banche centrali, che si finanzierebbero a loro volta stampando moneta.

Come effetto pratico, dollaro ed euro continuerebbero nel tempo a svalutarsi nei confronti del renminbi. Se poi la Cina volesse limitare la rivalutazione della sua moneta, la banca centrale cinese dovrebbe creare nuovi renminbi da immettere sul mercato globale, accelerando così la promozione del renminbi a valuta di riserva in concorrenza con il dollaro.



Keynes a Bretton Woods

Questo processo, aggiungiamo noi, verrebbe naturalmente rallentato (ma non bloccato) se dovesse scoppiare la pace in Ucraina e se alla pace seguisse la revoca immediata delle sanzioni alla Russia. A quel punto il mercato globale delle materie prime si riunificherebbe e lo spread tra quello che paghiamo noi e quello che paga la Cina si azzererebbe.

Anche in quel caso, tuttavia, continueremmo ad avere più inflazione noi della Cina, esattamente come è stato in questi ultimi due anni. La ragione di questo sta nella diversa risposta monetaria e fiscale agli shock, aggressiva da noi e più cauta in Cina. Profilandosi una fase storica instabile, caratterizzata da un'elevata conflittualità geopolitica e da una difficilissima transizione energetica, la probabilità di incidenti di percorso è destinata a crescere e se a ogni shock la nostra risposta sarà più aggressiva di quella cinese, il differenziale di inflazione rimarrà elevato.

Detto questo, un accordo imminente sull'Ucraina, per quanto augurabile, è ancora un'ipotesi tutta da realizzare. Inoltre un conto è l'accordo, un altro la revoca delle sanzioni. Per arrivare alla revoca occorrerebbero un clima di fiducia tra le parti, oggi difficile da immaginare, e la rinuncia da parte americana a fare leva sulle sanzioni per provocare un regime change a Mosca.



Folkerts-Landau propose nel 2003 il concetto di Bretton Woods 2

Nell'attesa di sviluppi positivi sul fronte della pace continua dunque a essere utile irrobustire i portafogli con iniezioni di titoli legati alle materie prime o, meglio ancora, con le materie prime tout court. I democratici americani stanno infatti studiando una tassa sugli extra-profitti delle società petrolifere, che le renderebbe ovviamente meno interessanti.

I minimi della settimana scorsa sull'azionario prezzano già uno scenario negativo e da qui in avanti le sorprese potranno essere nelle due direzioni e quindi anche positive. Chi ha pazienza e liquidità

può certamente trovare occasioni interessanti. Sembra però un po' troppo ottimistica l'idea, diffusa sui mercati, che stiamo vivendo un momento simile al marzo-aprile 2020 e che a questa discesa seguirà un forte e duraturo rialzo.

A differenza di due anni fa, infatti, partiamo da un'inflazione che in America sfiora l'8 per cento e in Europa supera il 6. Le banche centrali, in questo contesto, non hanno lo spazio che avevano allora. L'unica cosa che possono fare (e che la Bce sta facendo) è fare diventare ancora più negativi i tassi reali tollerando un'inflazione che sale e mantenendo i tassi fermi a zero. Più in là è difficile andare. Anche le risposte fiscali, in una situazione di output gap azzerato, dovranno essere più contenute e selettive, pena il creare più inflazione che crescita. Infine le valutazioni di oggi sono ben più alte di quelle della primavera del 2020.



Zoltan Pozsar

Essere costruttivi sul medio periodo, in un contesto che rimane nonostante tutto di buona crescita globale, è perfettamente legittimo. Basta solo avere ambizioni ragionevoli.

Alessandro Fugnoli
+39 02 777 181



Disclaimer

Gruppo Kairos. Via San Prospero 2, 20121 Milano.

Tutte le opinioni espresse sono basate sulle valutazioni e sulla strategia di Kairos Partners SGR S.p.A. ("Kairos") alla data di redazione e sono suscettibili di variazione senza preavviso o successiva comunicazione.

Le informazioni e le opinioni qui riportate non costituiscono un'offerta al pubblico, né una raccomandazione personalizzata, non hanno natura contrattuale, non sono redatte ai sensi di una disposizione legislativa e non sono sufficienti per prendere una decisione di investimento. Le informazioni e i dati sono ritenuti corretti, completi e accurati. Tuttavia, Kairos non rilascia alcuna dichiarazione o garanzia, espressa o implicita, sull'accuratezza, completezza o correttezza dei dati e delle informazioni e, laddove questi siano stati elaborati o derivino da terzi, non si assume alcuna responsabilità per l'accuratezza, la completezza, correttezza o adeguatezza di tali dati e informazioni, sebbene utilizzi fonti che ritiene affidabili. I dati, le informazioni e le opinioni, se non altrimenti indicato, sono da intendersi aggiornati alla data di redazione, e possono essere soggetti a variazione senza preavviso né successiva comunicazione. Eventuali citazioni, riassunti o riproduzioni di informazioni, dati e opinioni qui fornite da Kairos non devono alterarne il significato originario, non possono essere utilizzati per fini commerciali e devono citare la fonte (Kairos Partners SGR S.p.A.) e il sito web www.kairospartners.com. La citazione, riproduzione e comunque l'utilizzo di dati e informazioni di fonti terze deve avvenire, se consentito, nel pieno rispetto dei diritti dei relativi titolari.

